

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO  
INSTITUTO DE ECONOMIA  
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**BRASIL PÓS-PLANO REAL:  
UMA ANÁLISE DA POLÍTICA MONETÁRIA**

VICTOR DANTAS ZSIGMOND  
Matrícula nº: 107326157

ORIENTADOR: Prof. André de Melo Modenesi

Agosto 2012

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO  
INSTITUTO DE ECONOMIA  
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

# **BRASIL PÓS-PLANO REAL: UMA ANÁLISE DA POLÍTICA MONETÁRIA**

---

VICTOR DANTAS ZSIGMOND  
Matrícula nº: 107326157

ORIENTADOR: Prof. André de Melo Modenesi

Agosto 2012

*As opiniões expressas nesse trabalho são de exclusiva responsabilidade do autor.*

Dedico este trabalho a minha família e a querida Aline, por todo carinho e apoio.

## **RESUMO**

Este trabalho pretende discutir a condução da Política Monetária no Brasil, após a conquista da estabilidade de preços, inaugurada pelo Plano Real.

São apresentados os principais artifícios teóricos, o contexto histórico em que se insere o período estudado e as teses que pretendem explicar o problema da taxa de juros no Brasil.

O problema da Taxa de Juros no Brasil pode ser sintetizado pelos efeitos gerados na economia oriundos da política de manutenção de juros elevados em prol da manutenção da estabilidade de preços.

As teses que contribuem para o entendimento e solução do problema possuem diferentes naturezas e orientações teóricas, as quais são apresentadas e discutidas. São elas: a Reduzida Eficácia da Política Monetária, a Convenção Pró Conservadorismo, os Equilíbrios Múltiplos, a Incerteza Jurisdicional e a Concepção Fiscalista.

## **SÍMBOLOS, ABREVIATURAS, SIGLAS E CONVENÇÕES**

BCB	Banco Central do Brasil
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BP	Balanco de Pagamentos
CDI	Certificados de Depósito Interbancário
COPOM	Comitê de Política Monetária
CMN	Conselho Monetário Nacional
FMI	Fundo Monetário Internacional
FSE	Fundo Social de Emergência
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
IPCA	Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo
IPEA	Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada
LFT	Letra Financeira do Tesouro
PAI	Programa de Ação Imediata
PIB	Produto Interno Bruto
RMMI	Regime Monetário de Metas de Inflação
SELIC	Sistema Especial de Liquidação e Custódia
TJLP	Taxa de Juros de Longo Prazo
TN	Tesouro Nacional
URV	Unidade Real de Valor

## **GRÁFICOS, FIGURAS E TABELAS**

<b>GRÁFICO 1 – BAIXA ELASTICIDADE DA CURVA IS.....</b>	<b>12</b>
<b>GRÁFICO 2 - ARMADILHA DA LIQUIDEZ.....</b>	<b>13</b>
<b>GRÁFICO 3 - CURVA DE PHILLIPS VERSÃO FRIEDMAN.....</b>	<b>14</b>
<b>GRÁFICO 4 – A CURVA DE RENDIMENTOS .....</b>	<b>18</b>
<b>FIGURA 1 – MECANISMOS DE TRANSMISSÃO DA PM .....</b>	<b>19</b>
<b>GRÁFICO 5 – INFLAÇÃO IGP-DI (%A.M.) NO BRASIL.....</b>	<b>24</b>
<b>GRÁFICO 6 – DÍVIDA EXTERNA LÍQUIDA (US\$ MILHÕES).....</b>	<b>28</b>
<b>GRÁFICO 7 – RESERVAS INTERNACIONAIS (US\$ MILHÕES) .....</b>	<b>29</b>
<b>GRÁFICO 8 – SELIC (JAN/DEZ %) .....</b>	<b>31</b>
<b>GRÁFICO 9 – INFLAÇÃO – IPCA (%) DURANTE PLANO REAL.....</b>	<b>32</b>
<b>TABELA 1 –METAS DE INFLAÇÃO E INFLAÇÃO EFETIVA.....</b>	<b>33</b>
<b>GRÁFICO 10 – CRESCIMENTO DO PIB REAL (%).....</b>	<b>33</b>
<b>GRÁFICO 11 – TAXA DE CÂMBIO R\$/US\$ - COTAÇÃO DEZEMBRO .....</b>	<b>34</b>
<b>GRÁFICO 12 – DESPESA DE JUROS (% DO PIB) .....</b>	<b>35</b>

## ÍNDICE

<b>INTRODUÇÃO .....</b>	<b>9</b>
<b>CAPÍTULO I – Análise Teórica.....</b>	<b>11</b>
<b>I.1 - Os fundamentos Teóricos de Política Monetária .....</b>	<b>11</b>
I.1.1 – O Pensamento Keynesiano.....	11
I.1.2 – O Pensamento Velho-Keynesiano.....	12
I.1.3 – O Pensamento Monetarista .....	13
I.1.4 – O Pensamento Novo-Clássico.....	15
<b>I.2 – Os Mecanismos de Transmissão da Política Monetária .....</b>	<b>16</b>
I.2.1 - A Curva de Rendimentos .....	17
I.2.2 – Os Canais de Transmissão .....	18
I.2.2.1 - O Mecanismo dos Preços dos Ativos Financeiros .....	19
I.2.2.2 - O Canal das Taxas de Mercado .....	20
I.2.2.3 - O Canal do Crédito .....	20
I.2.2.4 - O Canal do Câmbio.....	21
I.2.2.5 - O Canal das Expectativas .....	22
<b>CAPÍTULO II - O Problema da Taxa de Juros no Brasil.....</b>	<b>23</b>
II.1 - A Conquista da Estabilidade .....	23
II.2 - A Manutenção da Estabilidade .....	29
<b>CAPÍTULO III – As Teses sobre a Rigidez Monetária .....</b>	<b>36</b>
III.1 - Reduzida Eficácia da Política Monetária .....	36
III.2 - Convenção Pró Conservadorismo .....	40
III.3 - Equilíbrios Múltiplos .....	44
III.4 - Incerteza Jurisdicional.....	46
III.5 - Concepção Fiscalista .....	47
<b>CONCLUSÃO.....</b>	<b>49</b>
<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....</b>	<b>52</b>



## INTRODUÇÃO

A condução da Política Monetária no Brasil é matéria de diversas linhas de estudo, que, sob as mais diferentes óticas, tentam melhor compreender os aspectos políticos, históricos, econômicos e humanos que determinaram sua trajetória.

De fato, os aspectos que balizam as decisões e desenham o caminho percorrido pela economia brasileira, nas últimas décadas, somente podem ser compreendidos de maneira multidisciplinar. Portanto, há um universo de variáveis, das quais muitas independentes, que dão forma ao que hoje é possível debater com o benefício da visão retrospectiva.

Merece especial atenção o período após a conquista da estabilidade de preços. O Plano Real inaugurou uma nova fase na economia brasileira: o período de hiperinflação cedeu lugar a um novo ambiente de estabilidade monetária, propício ao desenvolvimento do país. Entretanto, apesar deste inequívoco sucesso, a condução da Política Monetária tem se mostrado rígida, impondo severas restrições ao crescimento.

Mesmo após a consolidação da estabilidade de preços, o Brasil continua a praticar uma das maiores taxas de juros do mundo: a Selic real média no período de 1994 a 2010 foi superior à 9% a.a.. Ainda sim, principalmente se comparada ao resto do mundo, a inflação brasileira continua relativamente elevada, perfazendo uma média de aproximadamente 7% a.a., neste mesmo período.

Esta anomalia em que se transformou a Política Monetária brasileira é o objeto de estudo deste trabalho, que apresenta, somados a essa introdução, mais três capítulos e uma seção destinada às conclusões.

O primeiro capítulo tem por objetivo apresentar os fundamentos teóricos que sustentam as decisões de política monetária. São detalhadas as principais correntes e escolas de pensamento, bem como os mecanismos de funcionamento e canais de transmissão da PM. O conteúdo deste capítulo é de fundamental importância para compreender os fatores determinantes da história econômica brasileira, apresentados no capítulo II, e as teses acerca da rigidez monetária, descritas no Capítulo III, bem como situar todos os argumentos apresentados ou no campo da Ortodoxia ou da Heterodoxia.

O problema da taxa de juros no Brasil será apresentado no segundo capítulo, por meio da contextualização histórica do processo de conquista e manutenção da estabilidade. Nesta seção será revelado o comportamento de algumas das mais importantes variáveis da economia brasileira, como o câmbio, a inflação, a taxa de juros, o crescimento do PIB e as reservas internacionais. Por meio da análise histórica do comportamento dessas variáveis, observam-se os efeitos diretos da política monetária. Neste ponto, também serão apresentados os resultados decorrentes do esforço brasileiro na contenção da inflação, descrevendo o sucesso do Plano Real, suas etapas e os artifícios de adoção das âncoras para os preços e posterior migração para o RMMI.

O terceiro capítulo versa sobre as cinco importantes teorias que contribuem para o melhor entendimento do caso brasileiro. É notória a diversidade de autores, cujos argumentos contemplam aspectos de distintas orientações teóricas e permeiam variados campos do saber. Embora em vasto número, os autores podem ser posicionados segundo suas ideias entre propostas heterodoxas e ortodoxas. Neste capítulo, se faz necessária a compreensão dos mecanismos de PM, bem como da experiência histórica brasileira, uma vez que as teses versam sobre as atuais circunstâncias do país.

A seção destinada a conclusão é composta pela comunhão dos diversos dados e ideias apresentados durante os três capítulos, de maneira a confirmar a importância do assunto e contribuir para o debate.

## **CAPÍTULO I – Análise Teórica**

Esse primeiro capítulo tem por objetivo apresentar os conceitos teóricos que serão os alicerces sob a discussão da condução da Política Monetária na experiência brasileira pós Plano Real.

### **I.1 - Os fundamentos Teóricos de Política Monetária**

O debate sobre a eficácia e o funcionamento da Política Monetária representa qualitativamente os preceitos que norteiam a Teoria Econômica, ou seja, representam o debate no qual se posicionam em lados opostos a ortodoxia e a heterodoxia. Há quatro grandes grupos de pensamento, que podem ser seccionados em: Keynesianos ou Pós-keynesianos, Velhos-keynesianos, Monetaristas e Novos-clássicos.

#### **I.1.1 – O Pensamento Keynesiano**

Keynes (1936) apresenta ao mundo a proposição de uma moeda não neutra, que vai de encontro à Teoria Quantitativa da Moeda, pela qual, variações na base monetária implicariam indiscutivelmente em variações diretas no nível de preços, sendo a moeda unicamente instrumento de troca da economia. Desta forma, ao atribuir a moeda a função de ativo financeiro, o autor (ibid.) postula a que a política monetária é eficaz para alterar variáveis reais da economia.

Dentre os autores que, como Keynes, defendem que a PM é eficaz para alterar variáveis reais da economia, destacam-se Minsky, Davidson e Kregel.

A autoridade monetária teria como principais instrumentos: a fixação compulsória de reservas bancárias, a determinação da taxa de juros de operações de redesconto (redesconto de liquidez) e as operações de compra e venda de títulos públicos.

A moeda, neste contexto, exerce duas funções, em esferas distintas: como meio de troca no âmbito da circulação industrial, e como instrumento de giro no âmbito da circulação financeira (nesse aspecto, torna-se também um próprio ativo). A política

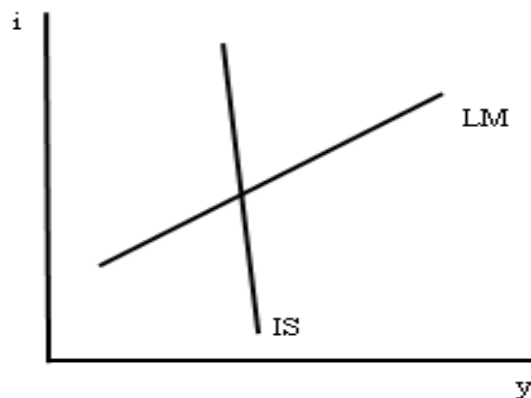
monetária deve agir no sentido de direcionar a moeda da esfera financeira para a esfera industrial, estimulando o investimento.

### I.1.2 – O Pensamento Velho-Keynesiano

Hicks (1937) apresenta os fundamentos dessa corrente de pensamento intitulada “velhos-keynesianos”, que também é conhecida como a *síntese neoclássica*. Outros autores, como Samuelson, Tobin e Klein, fazem parte desta corrente que, embora reconheça a não neutralidade da moeda, postula que a PM tem efeitos muito inferiores aos gerados pela Política Fiscal, uma vez que a demanda por bens de capital possui uma baixa elasticidade-juros.

Os velhos-keynesianos utilizam a análise pelo modelo IS:LM, no qual o argumento de que a curva IS (equilíbrio no mercado de bens) por ser muito inclinada, impõe o baixo efeito da política monetária, representada pela curva LM (equilíbrio no mercado monetário), como pode ser observado no gráfico 1:

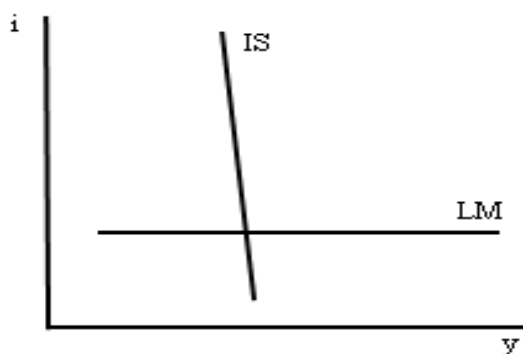
GRÁFICO 1 – BAIXA ELASTICIDADE DA CURVA IS



FONTE: Elaboração Própria

É também na modelagem velho-keynesiana que surge o conceito de “armadilha da liquidez”, no qual todo o aumento de oferta monetária é transformado em encaixes inativos, ou seja, a eficiência da política monetária é nula sobre variáveis reais, estando a curva LM praticamente ou totalmente horizontal, como ilustrado no gráfico 2:

GRÁFICO 2 - ARMADILHA DA LIQUIDEZ



FONTE: Elaboração Própria

### I.1.3 – O Pensamento Monetarista

Já na década de 1950 e 1960, em contraponto as idéias keynesianas, Milton Friedman ganhou força com sua teoria monetarista cujo tripé teórico se baseia na taxa natural de desemprego, na curva de Phillips e nas expectativas adaptativas.

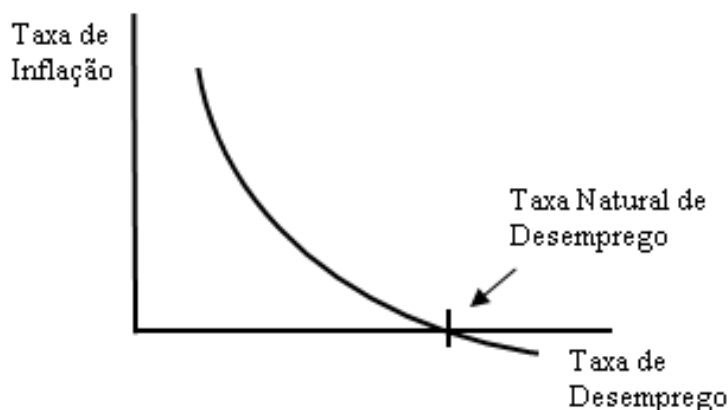
A taxa natural de desemprego, segundo Friedman (1968) é aquela que existe enquanto a economia está em repouso, aquela que é característica inerente do mercado de trabalho, que comporta o desemprego friccional (advindo da transição das pessoas de um emprego para outro) e o desemprego voluntário (aquele em que o agente, por aquele nível de salário, prefere não trabalhar). Nesse ponto, portanto, não existe desemprego involuntário. Cabe ressaltar, que o conceito de taxa natural de desemprego retoma o pressuposto clássico de *pleno emprego dos fatores*, sendo aquela que equilibra o mercado de trabalho.

As expectativas adaptativas, por sua vez, fazem referência ao aprendizado com o erro, ou seja, os agentes ajustam suas expectativas, dado que no passado elas não foram plenamente contempladas. A cada período, os agentes avaliam se suas expectativas sobre o comportamento dos preços foram corretas ou incorretas, e as ajustam para o próximo período. É uma análise com o foco no passado.

Assim sendo, um aumento na base monetária, poderia indicar para os agentes que há maiores salários, em função das suas antigas expectativas, dessa forma, os empregadores podem oferecer salários nominais maiores, fazendo com que parte daqueles desempregados voluntários opte por se inserir no mercado de trabalho. Entretanto, ao perceberem que os preços também subiram, mantendo o salário real no mesmo patamar, os agentes ajustam suas expectativas, e aqueles que haviam se empregado voltam ao desemprego voluntário, restabelecendo, portanto, a taxa natural de desemprego, só que agora, a um nível de preços mais alto. Esse processo pelo qual se dá o erro das expectativas dos trabalhadores é conhecido como *ilusão monetária*, que dura até que se perceba que o salário real continua o mesmo, ajustando-se assim as expectativas. Assim sendo, a moeda não é neutra no curtíssimo prazo, mas é no longo prazo.

A Curva de Phillips, originalmente concebida por Phillips (1958) com base na relação entre as variáveis Salário Nominal e Desemprego, no Reino Unido, de 1861 a 1913; mostra o trade-off entre o desemprego e o nível de preços. Na versão de Friedman, o ponto no qual a curva toca o eixo das abscissas representa a taxa natural de desemprego, como pode ser observado no gráfico 3:

GRÁFICO 3 - CURVA DE PHILLIPS VERSÃO FRIEDMAN



FONTE: Elaboração Própria

Em sua versão aceleracionista, a curva de Phillips se deslocará na proporção em que as autoridades monetárias tentem manter os agentes sob a ilusão monetária. Para

que isso ocorra, o governo deve variar cada vez mais o nível de preços, acelerando, portanto, a inflação e retornando novamente, ao fim de cada processo, à taxa natural de desemprego.

Por fim, ao assumir que a inflação é um fenômeno essencialmente monetário, sua redução estaria ligada a reduções nas variações do estoque de moeda da economia, entretanto, reduções dessa natureza gerariam um aumento no desemprego. Desse dilema, resulta a “taxa de sacrifício”, que reflete o quanto a sociedade estaria disposta a desempregar a fim de diminuir a inflação.

#### **I.1.4 – O Pensamento Novo-Clássico**

Sargent e Wallace (1981), bem como Lucas (1972), desenvolvem os modelos que sustentam a chamada “Teoria Novo-clássica”, cujo arcabouço teórico descarta a hipótese de expectativas adaptativas (para aderir à idéia de expectativas racionais) e considera prejudicial qualquer intervenção macroeconômica por parte do governo.

Nesse modelo, os agentes econômicos não somente maximizam suas satisfações, como também maximizam a informação disponível. Desse modo, não somente são corrigidos os eventuais erros nas expectativas; os agentes racionalmente analisam as informações disponíveis e já ajustam suas expectativas, o foco é no futuro.

Assim sendo, com o conhecimento dos mecanismos econômicos e agindo racionalmente, todos os movimentos das autoridades monetárias seriam compreendidos e ajustados nas expectativas dos agentes, não havendo, portanto, ilusões monetárias. Sabedores, por exemplo, que o anúncio de aumento na base monetária irá gerar aumento na inflação, os agentes ajustam seus preços antecipadamente, anulando assim os efeitos da política monetária. A Curva de Phillips é vertical, tanto no longo, quanto no curto prazo.

No âmbito dessa teoria, a PM será ineficaz, uma vez que se os agentes formarem expectativas racionais e se os acontecimentos refletirem a informação anteriormente disponibilizada, não haverá erros de expectativa.

O único meio da taxa de desemprego ser alterada é surpreendendo os agentes, decepcionando suas expectativas. A surpresa aparece como o elemento que induz o erro de expectativas.

Percebe-se que não há efeitos reais na condução da política monetária, no longo prazo, e que as forças que distorcem o comportamento dos agentes são de cunho político. Assim sendo, a política monetária deveria ser exclusivamente destinada à manutenção da estabilidade dos preços, mesmo em detrimento a outros interesses. Desse entendimento, surge a prerrogativa de um Banco Central independente, cuja função seria zelar pela estabilidade de preços, desvinculado do governo e baseado no trinômio “Credibilidade-Reputação-Delegação”. Esse trinômio garante aos agentes que o Banco Central cumprirá com aquilo que ele se propõe a fazer, ou seja, as expectativas formuladas em função dos anúncios do Banco Central serão atendidas. O Banco Central deveria, portanto, ser autônomo, tanto nas decisões de política monetária, como na utilização dos instrumentos necessários para tal.

## **I.2 – Os Mecanismos de Transmissão da Política Monetária**

Os efeitos da política monetária não são diretos, tais quais os observados pelos ajustes de Política Fiscal. Esta última, influencia a demanda agregada de forma direta, seja por variações nos gastos do governo, ou variações do consumo resultantes da incidência de impostos.

Entretanto, as decisões de Política Fiscal estão associadas a discussões políticas e interesses diversos que tornam sua aplicação dificultosa. A exemplo da definição orçamentária do governo (onde e como os gastos serão realizados) que demanda muitas rodadas e debates para ser realizada.

A política monetária, pelas alterações na taxa de juros, por exemplo, não afeta diretamente o nível de produto do país, entretanto, são os mecanismos de transmissão que farão esse papel. Em suma, os mecanismos de transmissão são aqueles que conduzem os efeitos das decisões de política monetária à economia como um todo, de forma indireta.



Entretanto, para entender como são transmitidos os efeitos, é vital a constatação e análise da Curva de Rendimentos, na qual se observam relações entre diferentes taxas de juros.

### **I.2.1 - A Curva de Rendimentos**

Segundo Carvalho (2007), é possível estabelecer uma curva na qual é observada a relação da maturidade de determinados títulos, com as taxas de juros anualizadas de cada um. Tal qual a curva de Phillips, essa curva é uma construção descritiva, e não teórica, entretanto, há uma normalidade na formação dessa curva (em períodos de relativa estabilidade), ascendente, sugerindo que quão maior for a maturidade de um contrato, maior será a taxa de juros anualizada atrelada a ele. Dessa forma, estabelece-se, também, uma relação direta entre as taxas de curto e longo prazo, que são intuitivamente explicadas por dois argumentos: o que se refere aos riscos associados aos títulos, e o que diz respeito às expectativas dos agentes.

A argumentação sobre as diferenças dos riscos associados aos contratos passa pela idéia de que, nos contratos mais longos, o agente está amarrado àquele prazo, de maneira que não poderá aproveitar eventuais oportunidades que apareçam no decorrer do período. Se agentes de contratos mais longos estão sujeitos ao risco de não poder aproveitar determinada informação, estímulo ou oportunidade que possa aparecer, é intuitivo que serão necessários maiores retornos para que os mesmos aceitem o contrato, logo, as taxas de juros dessas circunstâncias serão mais elevadas. Nos contratos de curto prazo, há a possibilidade de que novas oportunidades sejam aproveitadas, estando assim o agente mais livre e menos exposto ao risco.

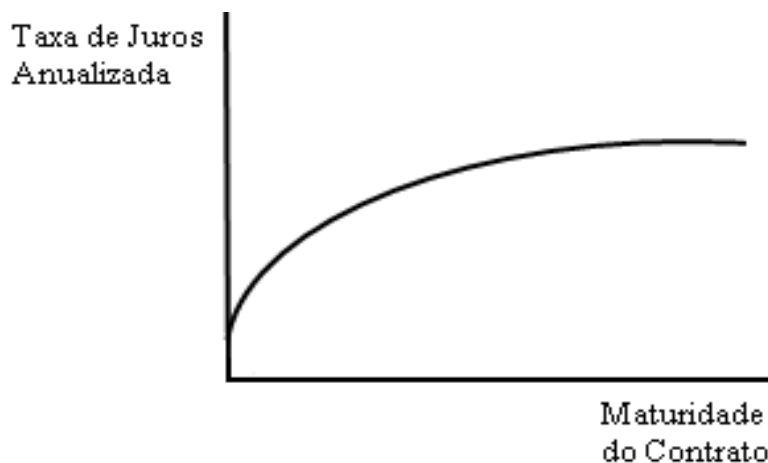
No que diz respeito ao argumento das expectativas, parte-se da hipótese de que os títulos de diferentes maturidades são substitutos perfeitos e não existem preferências entre eles, é, portanto, intuitivo pensar que a taxa de longo prazo será equiparável, ao menos, à sucessão das taxas de curto prazo. Para que sejam aceitos os contratos de longo prazo, espera-se, pelo menos, que sua remuneração seja equivalente à taxa praticada nos contratos de curto prazo, e a expectativa de como essa taxa irá variar dentro do período de tempo compreendido no contrato de longo prazo. Em suma, se existir um contrato, cujo tempo seja equivalente a dez vezes o tempo de um contrato de curto prazo, sua taxa, para ser aceito, deve ser, ao menos, a taxa de curto prazo

conhecida e praticada, e as nove outras taxas subseqüentes esperadas para aqueles contratos de curto prazo. A taxa de longo prazo seria a média das taxas de curto prazo no horizonte do título.

A curva de rendimentos, explicada por qualquer das duas argumentações expostas, demonstra claramente uma relação entre as taxas de juros de contratos de diferentes maturidades, que será fundamental para o funcionamento da política monetária, uma vez que a autoridade monetária ao agir na taxa de curtíssimo prazo, conseguirá, portanto, também exercer influência sobre os agentes interessados nas taxas de longo prazo.

Abaixo, o gráfico da Curva de Rendimentos demonstra o comportamento da taxa de juros em função das diferentes maturidades do contrato:

GRÁFICO 4 – A CURVA DE RENDIMENTOS



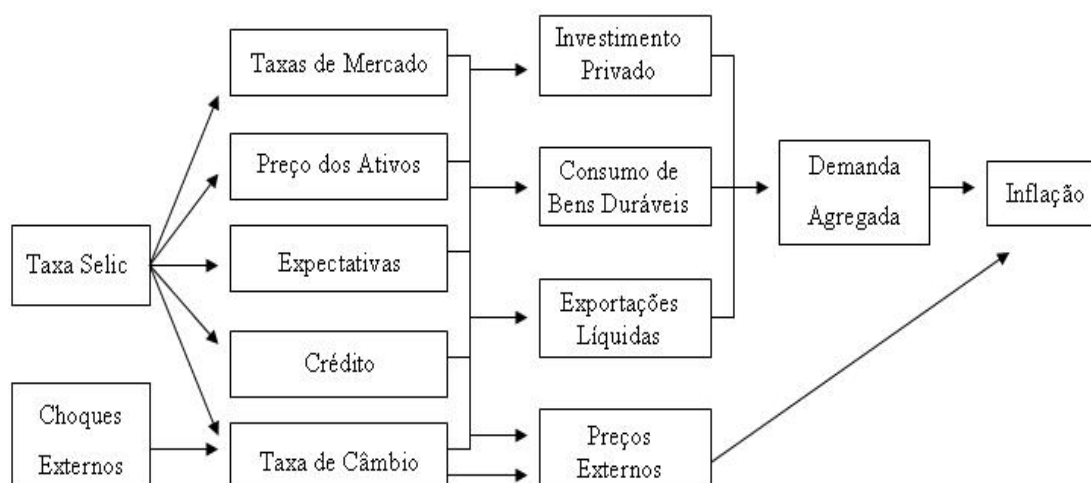
FONTE: Elaboração Própria

## I.2.2 – Os Canais de Transmissão

As variações na taxa de juros influenciam no nível geral de preços através de mecanismos de transmissão que afetam outras variáveis econômicas. Existem fundamentalmente cinco canais de transmissão das decisões de política monetária para a economia como um todo, a saber: através do valor dos ativos financeiros, através das taxas de mercado (estrutura a termo da taxa de juros), o canal do crédito, o canal da taxa de câmbio, e, o canal das expectativas.

A Figura 1 demonstra o resumo analítico dos canais de transmissão da Política Monetária:

FIGURA 1 – MECANISMOS DE TRANSMISSÃO DA PM



FONTE: Banco Central do Brasil

### I.2.2.1 - O Mecanismo dos Preços dos Ativos Financeiros

Pelo mecanismo dos preços dos ativos, o Banco Central, ao ajustar a taxa de curtíssimo prazo, faz com que os agentes transmitam essa variação aos preços de outros ativos, mesmo atrelados a taxas de longo prazo, como postula a relação descrita na curva de rendimentos. O banco central consegue, ao movimentar a taxa de curtíssimo, movimentar toda a curva, e, conseqüentemente, todos os contratos. Por exemplo, com uma taxa de curtíssimo prazo mais vantajosa, os agentes preferirão contratos atrelados a

essa taxa, em detrimento daqueles de prazo maior. Dessa maneira, haveria uma queda na demanda por títulos de longo prazo e conseqüente queda no preço dos mesmos, gerando aumento nas suas taxas de juros, segundo a relação inversa de preço e juros de Tobin ( $P = A/r$ , no qual  $P$  é o preço do ativo,  $A$  é o valor de face do papel e  $r$  é a taxa de juros de mercado).

Haverá, portanto, no caso exemplo, uma diminuição da riqueza daqueles detentores desses papéis, o que gera uma redução no consumo. Por outro lado, o aumento na taxa de juros desestimula o investimento, dado o elevado custo de oportunidade (oriundo das altas taxas praticadas no mercado financeiro). Entretanto, cabe ressaltar que o pleno funcionamento desse mecanismo está associado à importância do mercado financeiro, e principalmente das bolsas de valores, na economia, uma vez que os efeitos de política monetária passam pelos ajustes no preço dos ativos financeiros.

#### **I.2.2.2 - O Canal das Taxas de Mercado**

Como apresentado no canal do Preço dos Ativos, variações na taxa básica de juros geram variações na taxa a termo de juros da economia. Segue que este mecanismo também se aplica para as decisões de consumo e investimento, ou seja, estas variáveis sofrem influência direta das variações na taxa a termo, como consequência de variações na taxa básica de juros. Uma redução na taxa básica de juros de curto prazo, ao se propagar para os períodos mais longos, induz um aumento no consumo (bens duráveis principalmente) e no investimento, que gera um efeito expansivo na demanda agregada, pressionando os preços para cima.

Destaca-se que no Brasil nota-se que o tempo entre a variação na taxa de juros e o efeito no hiato do produto é de três meses. Soma-se o tempo de mais três meses para que a variação no hiato do produto gera variações no nível geral de preços. Dessa forma, haveria uma defasagem temporal de aproximadamente seis meses entre as variações na taxa de juros e os efeitos na inflação. (Modenesi, 2005a: 368)

#### **I.2.2.3 - O Canal do Crédito**

O canal do crédito consiste na atuação do Banco Central junto às instituições financeiras, a fim de impactar os juros por elas cobrados daqueles que adquirem empréstimos, atingindo assim seguimentos da demanda agregada mais dependentes do crédito, como a demanda por bens de capital e de consumo durável.

Tanto comprando ou vendendo títulos, ou alterando as taxas de redesconto ou a taxa do compulsório, a intenção do Banco Central é gerar variações na disponibilidade de reservas livres do banco, ou seja, aquelas destinadas aos empréstimos ao público não bancário.

Por exemplo, para a contração dos empréstimos, o Banco Central pode vender títulos a juros atrativos para os bancos, estes, por sua vez, só emprestarão ao público não bancário por uma taxa superior aquela paga pelo Banco Central, ou seja, elevarão também suas taxas de empréstimo, a fim de compensar o risco. Os tomadores de empréstimo deverão estar dispostos a pagar mais do que a rentabilidade que os títulos públicos proporcionam ao banco.

#### **I.2.2.4 - O Canal do Câmbio**

Por fim, há o mecanismo de transmissão que utiliza o canal da taxa de câmbio, em economias abertas, cuja taxa de câmbio seja flutuante. Uma vez no cenário no qual é livre a mobilidade de capitais, a comparação das taxas de juros interna e externa serão fundamentais para a tomada de decisão quanto às aplicações financeiras. Estando a taxa de juro interna mais atrativa do que a do “resto do mundo”, haverá um movimento de entrada de moeda estrangeira no país, valorizando a moeda nacional e depreciando a taxa de câmbio. Nessas circunstâncias, de valorização externa da moeda doméstica, ocorrem efeitos na economia real, como a redução das exportações, pela perda de competitividade, e um favorecimento das importações, auxiliando o país a adquirir bens de capital, por exemplo. Portanto, pelo canal do câmbio a demanda agregada é afetada principalmente pelas variáveis de importação e exportação.

Cabe ressaltar que esse vem sendo o mecanismo pelo qual as autoridades monetárias brasileiras têm realizado a Política Monetária, especialmente no período pós Plano Real.

#### **I.2.2.5 - O Canal das Expectativas**

O BCB ao variar a taxa básica de juros, influencia na percepção dos agentes quanto ao futuro da economia. Uma vez que as expectativas futuras dos agentes afetam as decisões no período corrente em que são constituídas, os níveis de consumo, poupança ou investimento poderão variar, gerando efeitos também no nível de preços.

## **CAPÍTULO II - O Problema da Taxa de Juros no Brasil**

Neste capítulo será apresentado o contexto histórico no qual se insere a conquista da estabilidade de preços e os esforços para sua manutenção, bem como os indicadores econômicos referentes ao período.

O problema apresentado se traduz na anormal circunstância em que, mesmo após a consolidação da estabilidade de preços, o Brasil continua a praticar uma das maiores taxas de juros do mundo: a Selic real média no período de 1994 a 2010 foi superior à 9% a.a.. Entretanto, a inflação brasileira continua relativamente elevada, se comparada aos indicadores do resto do mundo: sua média foi de aproximadamente 7% a.a., neste mesmo período.

A estabilidade de preços é resultado notório do Plano Real, que será descrito em suas três fases.

O esforço na manutenção da conquista da estabilidade é representado pela condução da Política Monetária no período posterior ao Plano Real, mais precisamente, na adoção do Regime Monetário de Metas de Inflação (RMMI) em 1999.

Serão discutidos os resultados econômicos, com ênfase no aspecto da fixação da taxa de juros em patamares excessivamente elevados, o que configura forte indício de problemas no mecanismo de transmissão da Política Monetária e um baixo grau de eficácia no controle de preços.

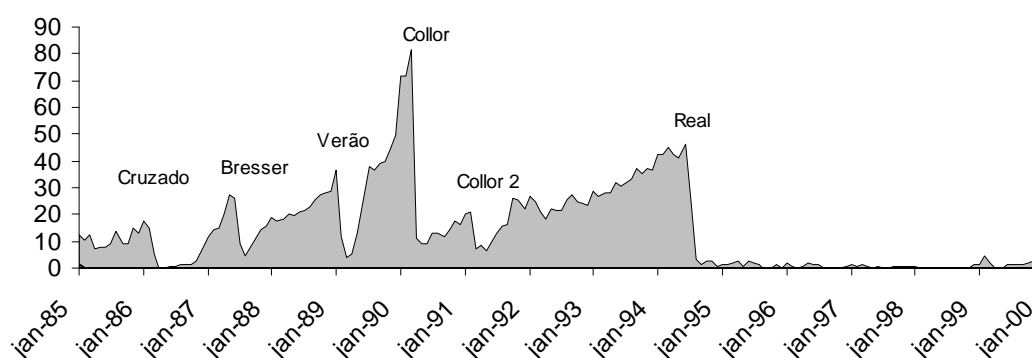
### **II.1 - A Conquista da Estabilidade**

O Plano Real inaugurou uma nova fase na história da economia brasileira. Após sucessivos planos de estabilização fracassados: Cruzado (1986), Bresser (1987), Verão (1989), Collor I (1990) e Collor II (1991); finalmente, em 1º de julho de 1994, passaria a vigorar a nova moeda nacional, o Real, cuja importância histórica se faz refletir na conquista e manutenção da estabilidade de preços, findando-se um longo e penoso período de alta inflação.

Já havia, entre os formuladores de política econômica, o diagnóstico de que o problema inflacionário brasileiro se perpetuava pelo alto grau de indexação institucionalizada da economia, na figura de reajustes contratuais e de preços. A **inércia inflacionária** consistia, portanto, no mal a ser combatido. Os planos precedentes foram coerentes com este diagnóstico e propuseram, em sua totalidade, congelamentos de preços para eliminar o componente inercial da inflação. Entretanto, ao congelar os preços, alguns são fixados em seu momento de alta e outros de baixa, gerando grandes distorções distributivas que acabariam por impulsionar a inflação num futuro próximo.

Os sucessivos planos de estabilização que precederam o Plano Real obtiveram algum êxito, entretanto, nenhum foi substancialmente eficaz no sentido de conter os preços de forma permanente ou durável (Gráfico 5).

GRÁFICO 5 – INFLAÇÃO IGP-DI (%A.M.) NO BRASIL



FONTE: IPEA Data Online

O Plano Real também foi uma estratégia de estabilização cujo foco era a eliminação do componente inercial da inflação, e neste aspecto deve ser avaliado como um exemplo de sucesso.

O Plano Real foi concebido em três etapas:

a) Ajuste Fiscal

b) Reforma Monetária



### c) Âncora Cambial

O ajuste fiscal era percebido como fundamental para qualquer plano de estabilização, uma vez que havia no Brasil um *efeito tanzi às avessas*, que ficou conhecido como *Efeito Bacha* (Bacha 1994, 1995)

O Efeito Tanzi, sucintamente, é a perda de receita tributária real decorrente da inflação, uma vez que há uma distância temporal entre o *fato gerador* do imposto e o efetivo recolhimento deste. Uma vez que a inflação corrói o valor real do recolhimento fiscal, os governos tendem a financiar o déficit via novas emissões monetárias, que contribuem ainda mais para o processo inflacionário. Isto posto, há, portanto, uma relação positiva entre a inflação e o déficit público.

No caso brasileiro, o chamado *Efeito Bacha*, configura uma relação **inversa** entre o déficit público e a inflação, de modo que uma elevação nos preços refletiria uma redução no déficit. Isto se dá em virtude de dois aspectos:

- a) O governo fazia a previsão subdimensionada da inflação futura para as despesas orçamentárias, reduzindo assim seu valor real; e indexava as receitas, a fim de manter o seu valor real.
- b) O Tesouro Nacional gerenciava seu caixa, atrasando ou adiando despesas, para que estas tivessem seu valor real reduzido pela inflação.

Este diagnóstico consolida a necessidade de um ajuste fiscal antes da contenção da inflação, pois a redução desta implicaria num substancial aumento das despesas do governo e consequente deterioração fiscal.

A primeira etapa iniciou-se, portanto, em 14 de junho de 1993 com a criação do Programa de Ação Imediata (PAI). Através deste programa, foram tomadas algumas providências para melhor gerenciar os gastos públicos, de modo a reduzi-los e torná-los eficientes. Dentre estas, destacam-se o combate à sonegação, a criação do Imposto Provisório sobre Movimentação Financeira (IPMF), regularização de dívidas dos entes municipais e estaduais para com o governo federal, e a ampliação das privatizações.

O ajuste fiscal se aprofundou com a criação do Fundo Social de Emergência (FSE) a partir de uma emenda constitucional, aprovada em 23 de fevereiro de 1994, que permitiu a desvinculação de diversas receitas da União, que eram atreladas a excessivos gastos sociais. A Constituição de 1988 regia a destinação de grande parte das diversas receitas do governo a gastos específicos em áreas como saúde e educação, impondo uma elevada rigidez orçamentária.

A segunda etapa, após o ajuste fiscal, foi a **reforma monetária**, notória pela criação da Unidade Real de Valor (URV), que posteriormente seria transformada na nova moeda, o real, em substituição ao cruzeiro real. O principal objetivo desta etapa consistia na eliminação da inércia inflacionária.

A URV vigorou de 1º de março de 1994 a 30 de junho de 1994 e é foi uma unidade de conversão plenamente indexada, pela qual os agentes econômicos se orientavam para referenciar preços e salários. A URV visava restaurar a função de “unidade de conta” da moeda, destruída pela elevada inflação, de forma que seu reajuste era diário (com cotação fixada pelo Banco Central), permitindo o alinhamento dos preços relativos da economia brasileira.

Segundo Bacha (1995), uma vez que os contratos na economia brasileira eram reajustados em diferentes datas, havia grande dispersão e defasagem nos preços relativos, desta forma, uma interrupção brusca na inflação (congelamento de preços, por exemplo) acarretaria em manter alguns preços em alta e outros em baixa. Como resultado, cria-se um *efeito distributivo*, pelo qual alguns agentes econômicos auferem ganhos de renda, e outros, perdas. A este processo, segue uma pressão inflacionária gerada por aqueles que tiveram seus preços muito defasados.

A URV, portanto, permitiu que os diversos preços da economia fossem acomodados de maneira espontânea, garantindo a neutralidade distributiva.

O lançamento do Real enquanto nova moeda inaugura a terceira etapa do processo de estabilização, que perdura de julho de 1994 a janeiro de 1999, a âncora cambial: o canal do câmbio se tornou o mecanismo mais importante da política anti-inflacionária.

Houve ainda a implementação de um regime de Metas Monetárias, porém este durou apenas cerca de três meses e as suas metas foram ultrapassadas, não configurando assim um efetivo sistema de condução da Política Monetária.

Como bem afirma Modenesi (2005a), chama a atenção neste período o fato do real ter sido mantido artificialmente sobrevalorizado em relação ao dólar norte-americano, mesmo que seja possível distinguir quatro distintas etapas na condução da política cambial:

a) julho a setembro de 1994 – câmbio flutuante: apesar da adoção uma banda assimétrica, cujo teto foi fixado em um real para um dólar americano, não havia pressões para o real se desvalorizar, de modo que o BCB permitiu a livre flutuação e a excessiva valorização do real.

b) outubro de 1994 a fevereiro de 1995 - câmbio fixo: em um quadro de liquidez internacional favorável, o BCB interrompeu o processo anterior, atuando para manter a taxa de câmbio em R\$ 0,85/US\$

c) março de 1995 a setembro de 1995 – Banda Deslizante: A crise mexicana em dezembro de 1994 alterou o quadro externo ora favorável, gerando efeitos negativos nos fluxos financeiros internacionais para países em desenvolvimento. O Brasil sofreu grandes perdas em reservas internacionais e passou a flexibilizar a política cambial com a desvalorização do real e a adoção de uma **banda larga** para flutuação. As intervenções realizadas no interior da banda larga passaram a formar uma **minibanda**, pela qual, o BCB passou a fazer pequenas e constantes intervenções, caracterizando assim um sistema de **banda deslizante**.

d) Outubro de 1995 a janeiro de 1999 – Banda Rastejante: durante este período as minibandas assumiram uma trajetória ascendente, com o alargamento da amplitude das bandas e aumento dos seus pontos médios.

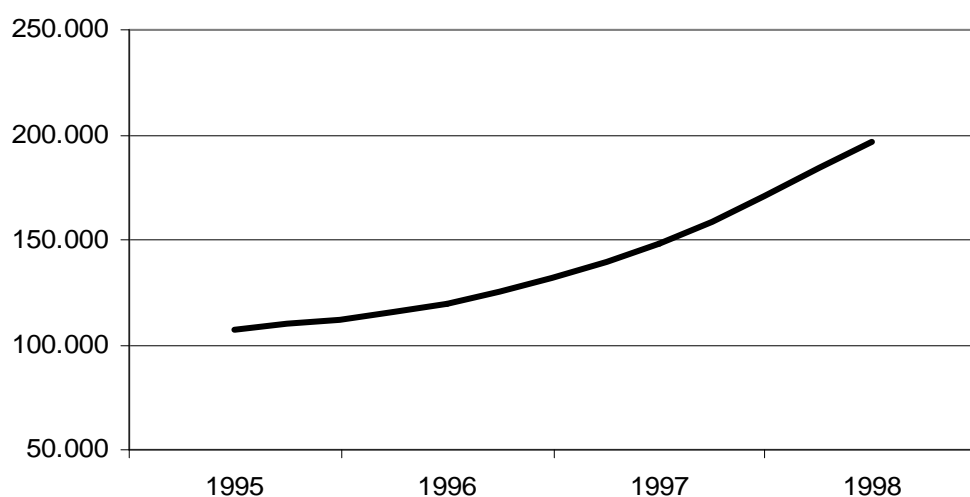
O segundo aspecto relevante quanto à terceira fase do Plano Real é o efeito nos preços resultante da ancora cambial, uma vez que, atrelado à manutenção da moeda sobrevalorizada, foi intensificado o processo de abertura comercial, pelo qual, os produtos nacionais foram expostos à concorrência internacional.

O efeito desta comunhão entre moeda valorizada e grande abertura comercial se dá na parcela da demanda interna que é deslocada para os produtos importados, restringindo a formação de preços livre por parte dos produtores nacionais e consequente efeito no controle inflacionário (Modenesi, 2005a). Cabe ressaltar que este quadro somente foi possível manter uma vez que o país dispunha de um elevado volume de reservas internacionais, aliado ao propício cenário de liquidez internacional.

Enquanto perdurou o ambiente internacional favorável, o Brasil foi capaz de manter a âncora cambial, embora o BCB tenha se adequado as turbulências, na figura das flexibilizações apresentadas nas quatro etapas distintas.

Cabe ressaltar que a adoção da âncora cambial, embora necessária num primeiro instante, se mostrou muito onerosa, em termos do aumento da dívida pública e da deterioração da conta-corrente, agravando o quadro externo do país. Tais efeitos demandam uma taxa de juros cada vez mais elevada para atrair capitais, a fim de cobrir o déficit externo, o que acaba gerando maior dispêndio financeiro.

GRÁFICO 6 – DÍVIDA EXTERNA LÍQUIDA (US\$ MILHÕES)



FONTE: Banco Central do Brasil

As crises externas do México (1994), da Ásia (1997) e da Rússia (1998) geraram um efeito contágio no países ditos emergentes, o que tornaria inviável a estratégia de financiar os desequilíbrios externos adotada pelo Brasil, face a elevação da dívida

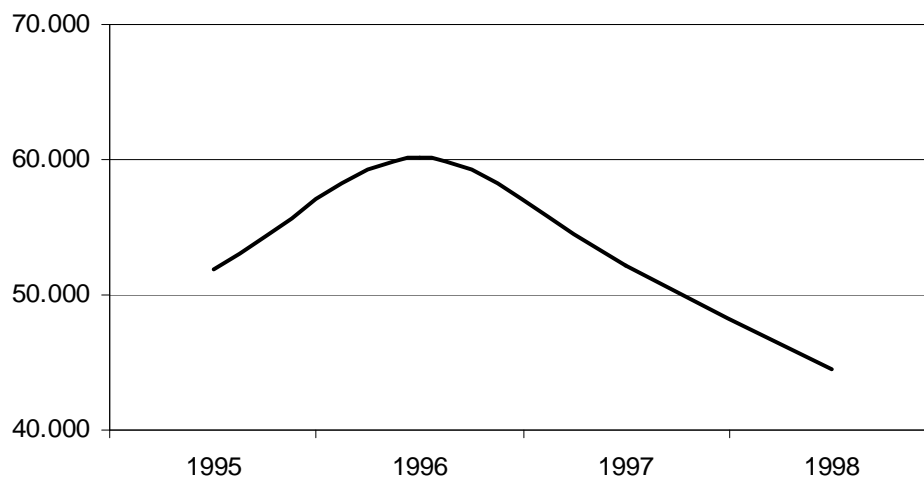
externa e redução das reservas internacionais resultantes da política de defesa do câmbio. Como bem resume Giambiagi (2011):

“A política econômica baseada na combinação de déficits em conta corrente e de taxas de juros reais elevadas poderia ser sustentada enquanto houvesse espaço para a ampliação do endividamento, tanto externo como público. Entretanto, com o passar do tempo – e diante das crises que sacudiram os mercados internacionais no primeiro governo FHC – esse espaço foi progressivamente se fechando e praticamente deixou de existir no decorrer do segundo semestre de 1998, quando o resto do mundo deixou de financiar o Brasil e a rolagem da dívida interna passou a ser feita a taxas de juros proibitivas.” (Giambiagi, 2011: 174-175).

## II.2 - A Manutenção da Estabilidade

Como visto, o regime de metas cambiais entrou em colapso, de modo que, uma vez que era esperada uma grande desvalorização cambial, a demanda por moeda estrangeira cresceu, forçando o BCB a vender cada vez mais suas reservas a fim de manter a taxa de câmbio abaixo do teto da banda.

GRÁFICO 7 – RESERVAS INTERNACIONAIS (US\$ MILHÕES)



FONTE: Banco Central do Brasil

Com a redução drástica das suas reservas (gráfico 7) e com a intenção de preservar o montante ainda restante, o BCB suspendeu as intervenções no mercado de câmbio, em 15 de janeiro de 1999. Era o fim da âncora cambial, e foi adotado o sistema

de *flutuação suja* do câmbio (o BCB atuaria no mercado de câmbio de maneira aleatória e limitada, visando reduzir a volatilidade cambial).

Como bem ressalta Modenesi (2005a):

“É importante ressaltar que o regime monetário de metas cambiais foi abandonado em decorrência da **incapacidade do Banco Central de sustentá-lo**. Não havia outra opção à disposição da equipe econômica. Caso as autoridades monetárias tivessem insistido em manter o antigo regime, as reservas internacionais teriam se esgotado rapidamente, e o BCB se veria forçado a flexibilizar o sistema cambial diante de sua total incapacidade de manter a taxa de câmbio nos limites da banda por ele definida.” (Modenesi, 2005a: 358)

Face ao colapso do sistema de metas cambiais, o Banco Central do Brasil fora obrigado a deixar o câmbio flutuar livremente, de modo que a taxa de equilíbrio seria, de agora em diante, definida pelas forças do mercado. A consequência do abandono da âncora cambial se deu na considerável desvalorização da taxa de câmbio, resultando em um efeito *pass-trough* para os preços domésticos, gerando pressões altistas de inflação. (Ferrari Filho, Arestis e Paula, 2009: 9).

Uma vez que se fazia indispensável uma nova âncora para os preços, tendo em vista a elevada sensibilidade dos agentes econômicos brasileiros à inflação (resquício das décadas anteriores de instabilidade), foi adotado, em 1999, o Regime Monetário de Metas de Inflação. Este seria o novo sistema para coordenar as expectativas inflacionárias dos agentes e balizar a formação de preços.

A nomeação, em 4 de março de 1999, de Armínio Fraga para a presidência do BCB foi simbólica. Reconhecido com um profundo conhecedor do mercado financeiro, (no qual atuou no exterior durante anos) foi bem aceito pelos investidores internacionais e em sua primeira reunião com o Copom anunciou uma elevação nos juros (fixando a Selic em 45%) e o início dos estudos para a adoção do RMMI no Brasil. Neste momento se torna explícito o compromisso do BCB com a manutenção da estabilidade de preços, o controle inflacionário passa a ser, portanto, o objetivo primordial desta instituição.

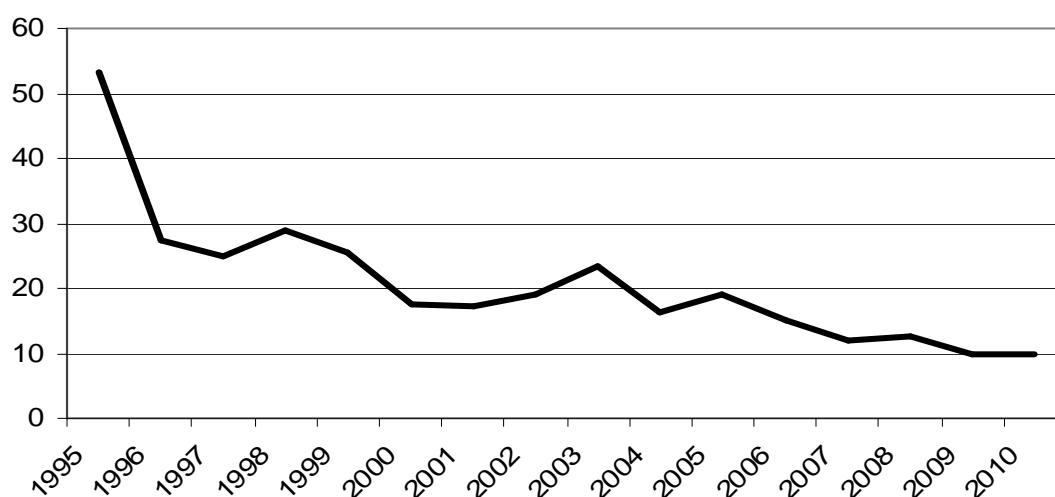
A formalização do RMMI se dá em junho de 1999 (Decreto n 3.088), pelo qual o CMN é responsável pela definição das metas e o BCB pelo cumprimento destas, através do uso da taxa de juros de curto prazo. De fato, foi conferida a independência do BCB

no uso de instrumentos de política monetária para cumprir a inflação, e, se esta não fosse cumprida, o presidente do BCB deveria apresentar uma carta aberta ao ministro da Fazenda explicando os motivos do insucesso, com prazos e providências para direcionar a inflação de volta para a meta.

Tais fatos evidenciam o compromisso com os pressupostos teóricos que norteiam o RMMI: independência do Banco Central e alinhamento das expectativas racionais dos agentes econômicos. Soma-se a realização de uma publicação trimestral dos *Relatórios de Inflação*, cujo teor explica os meios, objetivos e resultados da política monetária.

Após a consolidação da estabilidade de preços, era esperada uma redução do nível de juros, para patamares praticados no resto do mundo. Entretanto, apesar de sofrer uma redução não desprezível, a taxa Selic real média foi superior a 9 % a.a.

GRÁFICO 8 – SELIC (JAN/DEZ %)

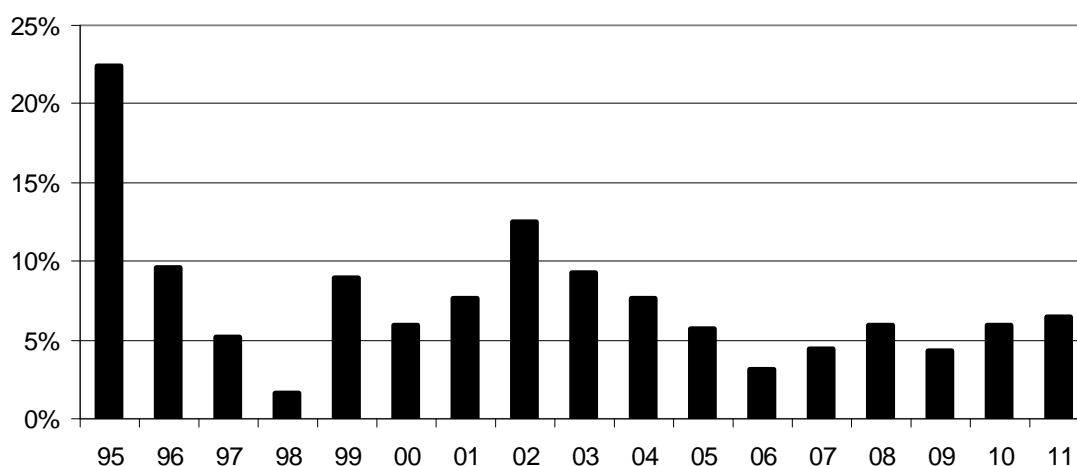


FONTE: Banco Central do Brasil

No gráfico 8 pode ser observado o movimento da taxa Selic ao longo do Plano Real. Há uma queda não desprezível, entretanto, o juros ainda se mantém em patamar muito elevado. Este fenômeno se mostra particularmente preocupante, uma vez que se comparada ao grupo de países do resto do mundo que alcançaram a estabilidade de

preços, a taxa básica de juros brasileira é expressivamente superior. Ademais, o sacrifício imposto a sociedade brasileira, em termos de crescimento, não pode ser desconsiderado.

GRÁFICO 9 – INFLAÇÃO – IPCA (%) DURANTE PLANO REAL



FONTE: IBGE

Percebe-se ainda, pela análise do gráfico 9, que no período de 1995 a 2011, a inflação somente esteve abaixo de 5% em quatro ocasiões (1998, 2006, 2007 e 2009), perfazendo uma média em torno de 7%, o que pode ser interpretado como uma relativa situação de manutenção da inflação ainda em patamares elevados, se comparada com os padrões internacionais. Nota-se, portanto, que a despeito das altas taxas de juros, a inflação recua pouco, indicando problemas no mecanismo de transmissão da PM.

No quadro comparativo abaixo (tabela 1), apresentam-se as metas de inflação definidas pelo Copom, para o período de 1999 a 2010. É importante ressaltar que as metas de 2003 e 2004 (originalmente 3,25% com banda de 2 pontos percentuais e 3,75 com banda de 2,5 pontos percentuais, respectivamente) foram ajustadas pela Carta Aberta de 21/01/2003. A análise do gráfico endossa a tese de que o Banco Central, embora tenha fixado a taxa de juros em níveis muito elevados, não tem obtido êxito no alcance da meta. A inflação efetiva ficou abaixo da meta fixada somente em quatro ocasiões (2000, 2006, 2007 e 2009), tendo ainda extrapolado o limite superior da banda em três ocasiões consecutivas (2001, 2002 e 2003).



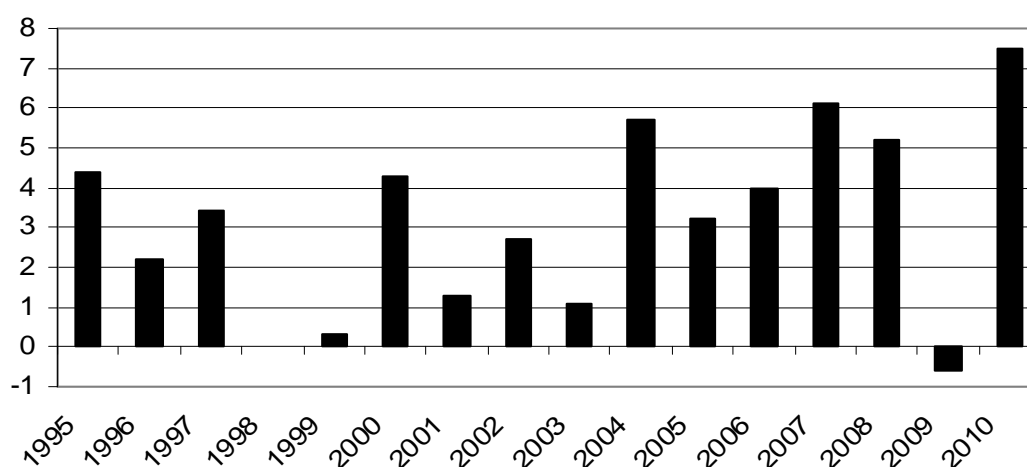
TABELA 1 –METAS DE INFLAÇÃO E INFLAÇÃO EFETIVA

Ano	Meta (%)	Banda (p.p.)	Limite Inferior e Superior (%)	Inflação Efetiva (IPCA % a.a.)
1999	8	2	6 - 10	8,94
2000	6	2	4 - 8	5,97
2001	4	2	2 - 6	7,67
2002	3,5	2	1,5 - 5,5	12,53
2003	4	2,5	1,5 - 6,5	9,3
2004	5,5	2,5	3 - 8	7,6
2005	4,5	2,5	2 - 7	5,69
2006	4,5	2	2,5 - 6,5	3,14
2007	4,5	2	2,5 - 6,6	4,46
2008	4,5	2	2,5 - 6,7	5,9
2009	4,5	2	2,5 - 6,8	4,31
2010	4,5	2	2,5 - 6,9	5,91

FONTE: Banco Central do Brasil

O quadro de ineficiência da Política Monetária se agrava se analisarmos os efeitos negativos oriundos da prática dos juros elevados, apesar do baixo impacto sobre o nível de preços. A atual condução da PM gera efeitos negativos preponderantes, na figura do baixo crescimento do PIB, da valorização do real e da deterioração das contas públicas. De fato, um dos motivos do baixo crescimento da economia no período de 1995 a 2010 pode ser atribuído a elevada taxa da juros. Neste período o crescimento do PIB real foi, na média, de 3%, evidenciando o fraco desempenho brasileiro (gráfico 10).

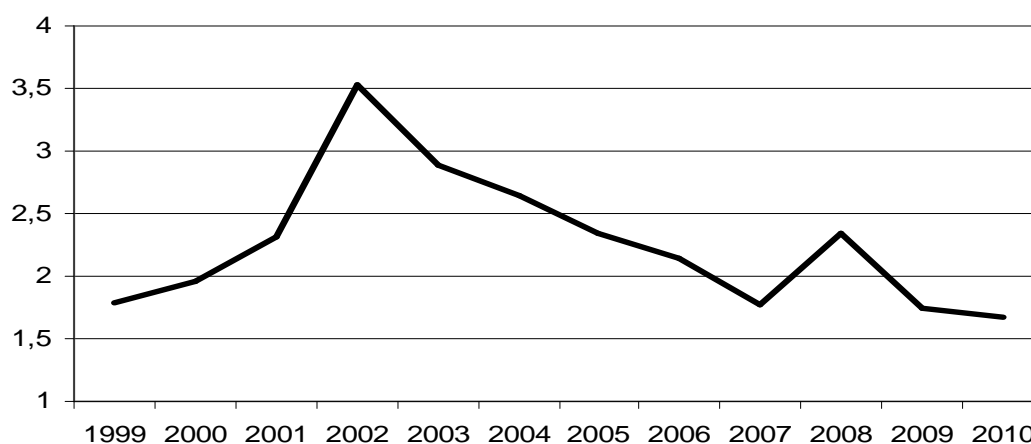
GRÁFICO 10 – CRESCIMENTO DO PIB REAL (%)



FONTE: IBGE

A taxa de câmbio tende a se reduzir em resposta a um aumento da Selic. A teoria econômica prevê que o diferencial de juros doméstico para o do resto do mundo, tende a estimular a entrada de capital externo, valorizando a moeda local. Desta forma, principalmente a partir de 2003, é possível verificar que o real é uma das moedas que mais se valorizam no mundo, o que naturalmente, desestimula as exportações brasileiras e estimula as importações. Tal efeito contribui para o arrefecimento da economia, além de gerar a necessidade de financiamento do BP via entrada de capitais voláteis de curto prazo.

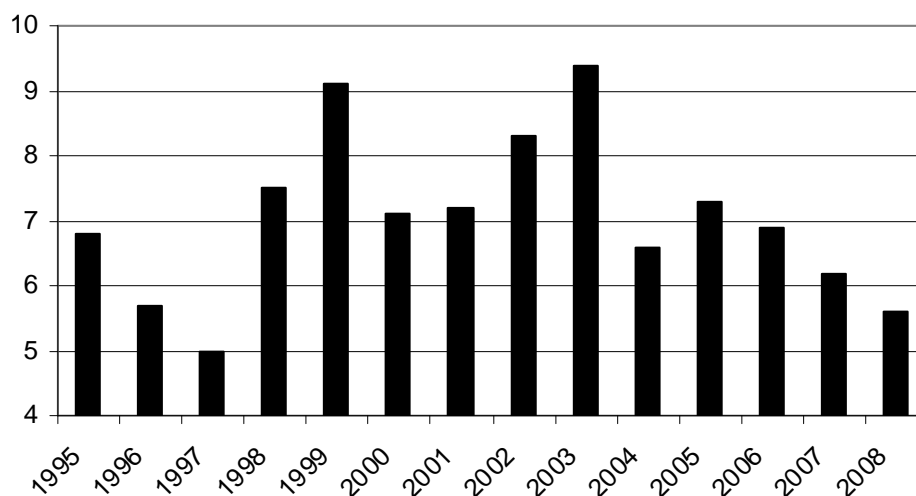
GRÁFICO 11 – TAXA DE CÂMBIO R\$/US\$ - COTAÇÃO DEZEMBRO



FONTE: Banco Central do Brasil

Por fim, observa-se a deterioração das contas públicas. As Letras Financeiras do Tesouro Nacional são títulos pós fixados corrigidos pela Selic: uma peculiaridade da dívida mobiliária federal. Uma vez que parte considerável do estoque da dívida pública é atrelada a Selic, a persistência da elevada taxa de juros gera automaticamente um elevado dispêndio financeiro por parte do governo: no período, o gasto com juros foi, em média, aproximadamente 7% do PIB. No gráfico 12 é possível observar o dispêndio com juros, como porcentagem do PIB.

GRÁFICO 12 – DESPESA DE JUROS (% DO PIB)



FONTE: Banco Central do Brasil

Conclui-se, portanto, que apesar dos acertos inequívocos do Plano Real, enquanto estratégia de estabilização, ainda se faz necessária a evolução da economia brasileira para um estágio de normalidade da taxa de juros. Os custos impostos pela atual condução da PM são significativos em termos de crescimento, de modo que a sociedade brasileira sofre as consequências negativas da manutenção dos altos juros, sob o argumento do controle inflacionário.

Neste contexto, o debate acerca da rigidez na PM é bastante vasto, de forma que contempla os mais diversos argumentos e correntes ideológicas. A importância do diagnóstico e solução se dá na medida em que o Brasil necessita consolidar a conquista da estabilidade de preços com um ambiente de normalidade financeira, a fim de estimular o crescimento econômico.

### **CAPÍTULO III – As Teses sobre a Rigidez Monetária**

Pretende-se, neste capítulo, apresentar os diversos argumentos explicativos para a problemática dos juros no Brasil. De fato, as teses aqui apresentadas constituem uma constelação de idéias, cuja representação permeia os diversos campos do saber, e desenvolvem-se suportadas por distintas teorias econômicas.

Os argumentos são distribuídos em cinco teses, como originalmente proposto por Modenesi e Modenesi (2011).

- I. Reduzida Eficácia da Política Monetária
- II. Convenção Pró Conservadorismo
- III. Equilíbrios Múltiplos
- IV. Incerteza Jurisdicional
- V. Concepção Fiscalista

É de grande importância compreender que o debate proposto visa, por variadas óticas, explicar por que a Política Monetária praticada no Brasil tem se mostrado tão rígida.

#### **III.1 - Reduzida Eficácia da Política Monetária**

Esta tese exprime, pelo conjunto de diversos autores de diferentes orientações teóricas, os argumentos que apontam para a ineficácia da atual condução da PM, o que sugere problemas nos canais de transmissão dos efeitos da variação da taxa de juros aos preços. Tal constatação implica na manutenção da taxa Selic em patamares excessivamente elevados.

Carvalho (2005) argumenta que trinta anos de inflação elevada impossibilitaram a construção de uma curva de rendimentos para maiores prazos. Ao mesmo passo, a economia brasileira não alcançou um patamar de “normalidade financeira” uma vez que a estabilidade de preços conquistada com o Plano Real foi conseguida dentro de um

ambiente financeiro “dominado por papéis públicos de curta maturidade efetiva, remunerados por taxas de juros excepcionalmente elevadas.” (Carvalho, 2005: pág 331).

Carvalho (2005) ainda demonstra que a abertura da conta de capitais iniciada na década de noventa implicou no uso das taxas de juros de curto prazo para contenção de crises cambiais, quadro inalterado mesmo após a adoção do Regime Monetário de Metas de Inflação em 1999. Ou seja, na prática, o cenário brasileiro prevê que a política de juros é um importante fator de determinação do comportamento da taxa de câmbio.

A circulação financeira, estimulada pelos altos juros de curto prazo absorveria a variação de reservas criadas pela política monetária, reduzindo assim a sua eficiência. Indo além, sob a ótica da economia real, o encurtamento de horizontes causado pela incerteza inflacionária afetaria outros ativos, não financeiros. Os motivos pelos quais a taxa de juros seria de tão curto prazo estariam, de alguma maneira associados à grande incerteza quanto ao futuro, uma vez que o país, embora tenha alcançado relativa estabilidade de preços, conviva com desequilíbrios em diversos outros aspectos como o quadro externo e fiscal; além da falta de crédito nas instituições do Estado.

Numa rápida análise da inflação brasileira, Carvalho (2005) aponta que fatores conjunturais agem de maneira a reduzir ainda mais a eficácia da Política Monetária, como um choque de custos. Conclui:

“Na realidade, a política monetária não tem praticamente qualquer efeito sobre os preços desses bens, limitando-se a fazer cair os preços de outros bens até que o nível *médio* de preços alcance o ponto desejado pela autoridade monetária.” (Carvalho, 2005: 333)

Uma nítida peculiaridade brasileira é a existência das Letras Financeiras do Tesouro (LFT), ofertadas pelo Tesouro Nacional (TN) e atreladas à Selic. Este ativo financeiro é um título pós-fixado, corrigido pela Selic diária, com alta liquidez; e que, portanto, gera a vinculação do mercado da dívida pública ao mercado monetário.

“... a persistência de um juro real de curto prazo tão elevado deve-se ao fato de que nosso país é, provavelmente, o único lugar do mundo onde o mercado monetário e o mercado de dívida pública estão umbilicalmente conectados por intermédio de um título conhecido como Letras Financeiras do Tesouro, a ‘jabuticaba’ brasileira, as quais respondem por aproximadamente 40% da dívida mobiliária federal.” (Oreiro e Paula, 2010 : 1)

A existência das LTFS gera, notoriamente, a falta de coordenação entre o BCB e o TN, uma vez que o primeiro utiliza a Selic para buscar manter a inflação dentro da meta definida, e o segundo para se financiar ou rolar parte significativa da dívida pública. Dessa maneira, há um *efeito contágio* entre a função de instrumento de política monetária e a função de financiamento da dívida pública, apresentado por Barbosa (2006) e Oureiro e Paula (2010). O equilíbrio instável resultante desta multiplicidade conjuga com a tese dos “equilíbrios múltiplos da taxa de juros”.

Outro efeito perverso das LFT é a geração de um *efeito riqueza financeira às avessas*. Segundo Souza (2011) os detentores de títulos financeiros incorrem no efeito riqueza e no efeito renda, sensíveis às variações dos juros. No caso de um aumento de juros, o valor presente líquido de títulos pré-fixados diminui; fato este que, pelo efeito riqueza, reduz pressões inflacionárias por meio da contenção do consumo e do investimento. Entretanto, no caso brasileiro, uma vez que as LFT são pós fixadas, ocorre um efeito riqueza às avessas, no qual um aumento nos juros leva a um enriquecimento daqueles detentores desses títulos, e, dependendo da propensão marginal a consumir, este aumento impulsionará o consumo, gerando, logo, pressão inflacionária. O aumento nos juros gera, portanto, por meio das LFT um efeito de estímulo à inflação.

Nakano (2011) atenta para a necessidade de realmente desindexar todos os preços na economia brasileira, lembrando que ainda se praticam cláusulas de reajuste indexadoras em contratos de mais de um ano. A indexação ocorre também na base monetária, uma vez que fundos e reservas são indexadas à Selic/CDI diária. Desta forma, embora o Plano Real tenha conquistado diversos objetivos, manteve intacto o regime monetário do período de hiperinflação. Agravante é o fato das aplicações de “overnight” remunerarem a mesma taxa Selic de títulos do longo prazo do Tesouro Nacional, dessa forma, argumenta o autor (ibid.):

“o Banco Central aniquila a formação de um mercado de poupança de longo prazo, aprisionando os poupadores no mercado de moeda, dando-lhes liquidez e remuneração correspondente à de títulos de longo prazo.” (Nakano, 2011: 1)

Esta herança indexatória do período anterior ao plano real contribui para a redução da eficácia da Política Monetária, consequentemente, contribui para a manutenção dos juros em níveis elevados.

Há evidências da existência de um *canal de custos* na transmissão da Política Monetária. Araújo e Modenesi (2010) sintetizam este argumento afirmando que uma elevação nos juros poderia aumentar o custo de produção das firmas, e, dadas as condições de mercado em que esta firma atue, seria possível que estes aumentos fossem repassados aos preços. Esta visão fundamenta-se na formação de preços por meio de um *Mark up* sobre os custos, descrita por Kalecki (1978). Marques e Fochezatto (2006) demonstram evidências empíricas favoráveis à existência do *canal de custos*, de modo que o efeito inflacionário do aumento de juros pode anular o efeito deflacionário previsto.

A elevada participação dos preços administrados no IPCA (em torno de 30%) compromete ainda mais a eficácia da Política Monetária, como argumentam Figueredo e Ferreira (2002) e Modenesi (2005b). Preços administrados são aqueles cuja variação ou determinação sofre influência de algum órgão público, de maneira que não representam necessariamente as condições de demanda e oferta. Dessa forma, os preços administrados podem não ser influenciados pela Política Monetária, que, por sua vez, para atingir a Meta de Inflação reprime em demasia os preços livres, como medida compensatória. Modenesi (2005b) reflete ainda sobre a taxa de crescimento dos preços administrados, que sistematicamente se mostrou superior ao crescimento dos preços livres. No período de 1999 à 2002 os preços administrados, apesar de serem responsáveis pela parcela de cerca de 30% do IPCA, representaram aproximadamente 50% da inflação verificada. A existência, portanto, de uma parcela significativa na composição do IPCA de preços que não são afetados pela taxa de juros, implica na redução da eficácia da Política Monetária.

Araújo e Modenesi (2010) ponderam os custos e benefícios da política monetária praticada no país desde o ano de 1999 e demonstram, por meio de um modelo econométrico robusto de Vetores Auto-Regressivos (VAR), que a eficácia da transmissão da política monetária é baixa, reforçando o diagnóstico da existência de problemas no canal de transmissão da Política Monetária. Os autores argumentam que, por um lado, balizados pelo discurso dos defensores do RMMI, o uso dos juros como instrumento de controle inflacionário provém a estabilidade de preços necessária para o crescimento econômico; por outro lado, sacrifica o desempenho econômico ao

desaquecer os investimentos, aumentar o estoque de dívida pública e valorizar o câmbio.

Pelo modelo de teste empírico, é possível estimar o sacrifício imposto de política monetária anti-inflacionária. Este sacrifício é compreendido como o custo econômico e social advindo das decisões do BCB. Dessa maneira, é possível comparar os resultados dos movimentos na SELIC: os impactos no nível de preços, bem como os impactos no câmbio, atividade econômica e na dívida pública.

Os autores concluem que o controle inflacionário no Brasil requer um alto grau de sacrifício à atividade econômica, uma vez que as evidências empíricas apontam para os seguintes resultados advindos de um aumento na SELIC: a) impacto relativamente pequeno no nível de preços (o que indica a baixa sensibilidade juros-preços), b) valorização cambial (deteriora as contas externas), c) aumento da dívida pública (como proporção do PIB), d) desaquece a produção industrial. Tais evidências demonstram um baixo grau de eficácia do aumento dos juros no controle inflacionário, a despeito do grande sacrifício imposto à economia brasileira. Em outras palavras, uma elevação na Selic gera o benefício de uma queda relativamente pequena na inflação, entretanto impõe um custo elevado em termos de redução do nível de atividade econômica, crescimento da relação dívida pública/PIB e apreciação cambial.

Há ainda o argumento defendido por alguns como Giambiagi (2007) e Arida (2005) de que os financiamentos realizados com referência a TJLP (Taxa de Juros de Longo Prazo) reduziriam a eficácia da Política Monetária. Uma vez que a TJLP é comumente fixada abaixo da Selic, os efeitos da política monetária restritiva não seriam percebidos pelos investimentos realizados com referência na TJLP.

### **III.2 - Convenção Pró Conservadorismo**

O conceito keynesiano de convenção, no qual se apoiam os argumentos desta tese, prevê um comportamento social balizado pela aceitação passiva de determinados pressupostos, uma vez que estes sejam previamente aceitos por outros indivíduos. “The psychology of a society of individuals each of whom is endeavouring to copy the others lead to what we may strictly term a *conventional* judgment.” (Keynes, 1937: 114)



Erber (2011) apresenta ainda a definição de convenção baseada no modelo de Orléan (2004), como segue:

“Formalmente, temos uma **convenção** se, dada uma população  $P$ , observamos um comportamento  $C$  que tem as seguintes características: (i)  $C$  é compartilhado por todos os membros de  $P$ ; (ii) cada membro de  $P$  acredita que todos os demais seguirão  $C$  e (iii) tal crença da aos membros de  $P$  razoes suficientes para adotar  $C$  (Orlean, 2004).” (Erber 2011: 32)

A partir deste conceito de convenção, Bresser-Pereira e Nakano (2002), Nakano (2006) e Erber (2008; 2011), contribuem para o debate a cerca da rigidez monetária brasileira, ao propor a existência de uma tendência à manutenção do elevado patamar da taxa de juros, em virtude da geração de ganhos e perdas para determinados agentes econômicos. Esta tese deve ser compreendida sob a ótica da economia política, pela qual se percebe a não neutralidade do exercício da Política Monetária.

“Em síntese, parte-se do princípio epistemológico que a Economia é ontologicamente Política. Um dos seus propósitos é contribuir para a discussão dos interesses econômicos que estão subjacentes às teorias sobre os objetivos e procedimentos recomendados para o desenvolvimento brasileiro. Ou seja, move-se na contramão da visão que os conflitos são de ordem técnica.” (Erber, 2011: 32)

Bresses-Pereira e Nakano (2002) além de construir a tese, como já apresentado, dos múltiplos objetivos atribuídos à taxa de juros no Brasil; concluem que ao manter-se a taxa de juros em patamar tão elevado, durante tanto tempo, é natural que surja um medo dos possíveis resultados da redução dessa taxa, estabelecendo-se assim uma “convenção” em favor dos altos níveis da SELIC.

No artigo redigido para o jornal *Folha Econômica* em 17/01/2006, Nakano utiliza os adjetivos “confuso” e perplexo” para qualificar àqueles que acompanham a política de taxas de juros exercida pelo BCB. Tais termos são usados para ilustrar a falta de racionalidade, e consequente perda de credibilidade, do BCB, ao insistir em manter os juros tão elevados, os maiores do mundo, já que as condições externas e internas seriam bastante favoráveis à sua redução.

O quadro interno apresentava desemprego elevado (ou seja, não havia pressão salarial), produção industrial em queda (ou seja, desaceleração da demanda agregada) e superávit primário da ordem de 5% do PIB, não havendo, portanto, pressões inflacionárias que justificassem a morosidade na redução dos juros. Do lado externo, o

quadro também mostrava-se bastante favorável: economia mundial em expansão, baixa taxa de juros, risco Brasil mais baixo vivenciado até então e saldo em transações correntes da ordem de 13 bilhões de dólares.

Com uma conjuntura tão favorável a redução dos juros no Brasil, Nakano (2006) conclui que a condução morosa do BCB só poderia ser advinda da adoção burocrática de uma “regra de suavização” da taxa de juros, que, tal qual adotada nos países desenvolvidos, postula que cortes superiores a 0,5% seriam muito abruptos e poderiam gerar grandes desequilíbrios no mercado financeiro. De forma perspicaz, o autor (ibid.) ainda questiona a inteligência dos dirigentes do BCB, uma vez que os países desenvolvidos que utilizam tal “regra de suavização” dispõem de um patamar muito menor de taxa de juros. Ou seja, um corte de 0,5% em uma taxa de juros pequena poderia gerar consequências negativas, mas no caso Brasileiro, cujo patamar de juros é muito mais elevado, seria de se esperar, ao menos, proporcionalidade, admitindo assim, um corte de 2 pontos percentuais. Isto posto, a percepção do autor é de que o BCB tenha aceitado a “convenção” do mercado de que o patamar ideal de juros no Brasil seria em torno de 14% a.a..

Erber (2011) retoma o conceito de convenção, enfatizando que sua natureza advém da necessidade dos agentes coordenarem suas ações frente às incertezas inerentes ao processo de desenvolvimento. Entretanto, as convenções extrapolam o campo cognitivo, preenchendo espaço nas leis e nas instituições. Dessa forma, legitimam-se as convenções, fortalecendo-as. “Em consequência, a convenção passa a ser vista como algo *natural* e *externo* aos seus aderentes.” (Erber, 2011: 35)

Valendo-se do esquema de captura do principal pelo agente, Erber demonstra que o caso brasileiro não seria um problema típico de assimetria de informação, pois haveriam diversos interesses sendo contemplados pela política de juros elevados, a exemplo do mercado financeiro ao auferir lucros elevados, e, do BCB pela manutenção da sua reputação de banco conservador junto ao público de interesse.

De maneira a representar a circunstância brasileira, o autor (ibid.) aponta para a existência de duas convenções dominantes distintas. São elas:

- “Institucionalista Restrita”, de cunho neoclássico, mercadológico, enxerga a sociedade competitiva e meritocrática.

- “Neo-desenvolvimentista”, de inspiração keynesiana, defende a inclusão social e enxerga a sociedade cooperativa, através do conceito de “pacto social”.

A “Convenção Institucionalista Restrita” prima pela estabilidade de preços, mesmo que ao custo de um crescimento restrito, de modo que a coligação que a defende entende que os interesses de inclusão social e desenvolvimento presentes na convenção “Neo-desenvolvimentista” não prejudica seus interesses. Por outro lado, existe ainda a percepção de que taxas de crescimento restritas não dificultam a inclusão social, e que os indivíduos das classes sociais mais baixas são os que mais sofrem os efeitos inflacionários. Dessa maneira, existem “pontes” que reduzem os conflitos, permitindo que ambas coexistam, estando a segunda subordinada à primeira.

O fato de estas duas convenções conviverem no cenário brasileiro implica no atendimento dos interesses distintos de diversos setores da sociedade, que reforça a preferência convencionada pela estabilidade.

Nas palavras do autor:

“Em síntese, a convivência entre as duas convenções se estabelece sob a hegemonia da convenção institucional restrita, assegurada pelo controle do tripé de políticas macroeconômicas e pelo fato das políticas neo-desenvolvimentistas não ferirem os interesses representados pela convenção institucionalista restrita, desde que as políticas em que esta última se materializa sejam mantidas. A combinação entre as duas convenções atende a uma ampla gama de interesses, que a torna muito forte, nos termos antes definidos.” (Erber, 2011: 51-52)

Finalmente, Modenesi (2011) estima a função de reação do Banco Central, valendo-se de uma grande amostra de 96 observações mensais para endossar a tese de que o Banco Central têm uma postura conservadora e gradualista. A demasiada lentidão nos movimentos de juros e o elevado patamar de equilíbrio apontam para uma formação da Taxa Selic balizada pela convenção pró-conservadorismo, sem realmente levar em conta o *estado da economia*.

O autor (ibid.) ressalta ainda que a função reação estimada detém duas importantes características: a) uma grande inércia na taxa básica de juros (representada

pelo alto peso dos componentes auto-regressivos), e b) uma taxa de equilíbrio (representada pela constante) bastante elevada. Conclui:

“O que surpreende é o grau de suavização praticado pelo BCB. Os resultados apresentados mostram um BC extremamente avesso a realizar movimentos – ainda que pequenos – nos juros. Assim, mesmo diante de uma melhora do cenário inflacionário e/ou uma desaceleração econômica, a probabilidade de a taxa Selic ficar inalterada é bastante alta.” (Modenesi, 2011: 24)

### III.3 - Equilíbrios Múltiplos

Bresser-Pereira e Nakano (2002) argumentam que a multiplicidade de objetivos atribuídos à taxa de juros compromete sua eficácia, exigindo, portanto, que seu patamar seja elevado. Os autores (ibid.) desconstróem ainda o argumento usual de que o juros domésticos são altos em função do risco-Brasil ser elevado, invertendo a relação de causalidade entre estes.

Se for definido o “*risco efetivo-Brasil*” como o adicional de juros acima do taxa praticada pelo Tesouro americano, que levaria os credores a emprestar. Este deveria refletir as reais condições macroeconômicas brasileiras, e, seria relacionado, portanto, aos ratings das agências de avaliação de risco (assumindo que estas instituições sejam capazes de medir corretamente as condições de cada país).

Entretanto, ao observar as avaliações de rating de diversos países e as taxas de juros por eles praticadas, percebe-se que não há ligação direta, ou seja, há países com pior rating que o Brasil que praticam juros mais baixos.

Assim sendo, a explicação para os elevados juros brasileiros não está no risco-país, e sim nos diversos objetivos distintos atribuídos a este instrumento. No Brasil, a taxa de juros exerce múltiplas funções:

- a) Conter a demanda agregada, com como medida antiinflacionária
- b) Limitar a desvalorização cambial, a fim de evitar a inflação de custos.
- c) Incentivar a entrada de capital externo, para equilibrar o Balanço de Pagamentos.

d) Estímulo à compra de títulos para financiar o déficit público.

e) Reduzir o déficit comercial através da contenção da demanda.

Apesar de todas as funções serem ligadas à taxa de inflação, é nítido que cada uma delas apresenta particularidades e influência distinta no nível geral de preços, de modo que também há instrumentos específicos e apropriados para cada uma das funções. Atribuir diversos objetivos distintos a um único instrumento contribui, portanto, para a ineficácia da Política Monetária, como bem sintetizam os autores: “A taxa de juro deve, em princípio, ficar limitada ao controle da demanda agregada e da inflação.” (Bresser-Pereira e Nakano, 2002: 162)

Os autores (ibid.) concluem que, naturalmente, um único instrumento de política econômica não poderá alcançar todos esses objetivos, distintos e até contraditórios entre si. Ao alcançar um objetivo, cria-se pressão em outro, gerando a necessidade de sucessivos aumentos nos juros, aprofundando os desequilíbrios.

“Por exemplo, quando o Banco Central eleva a taxa de juros para atrair capital externo, pode ajudar a fechar o balanço de pagamentos e controlar a inflação, mas estará, simultaneamente, valorizando a taxa de câmbio, o que levará a déficit comercial e, num prazo maior, ao desequilíbrio do próprio balanço de pagamentos. Isso poderá obrigar uma desvalorização mais brusca gerando impactos inflacionários e crises financeiras.” (Nakano, 2002: 163)

Como a taxa de juros dos títulos públicos, segundo a teoria econômica, refletem o risco associado ao não pagamento (risco de *default*), a partir de determinado patamar, aumentos nos juros podem ser percebidos como uma futura incapacidade de honrar compromissos, ou seja, aumento no risco de *default*. O aumento no risco percebido gera uma pressão para novo aumento de juros. É um equilíbrio perverso, pelo qual o aumento de juros, gera um risco maior de inadimplência que por sua vez demanda juros mais elevados. Por esta ótica, os autores invertem a causalidade entre o nível de juros e o risco-país. Países com juros elevados tendem a ser percebidos como países arriscados, uma vez que apresentam maior risco de *default*.

“Em síntese, o risco-país é muito subjetivo e acaba sendo identificado, na prática, com o diferencial entre a taxa internacional e a taxa interna de juros, ao invés de refletir o risco efetivo-país. Em outras palavras, uma elevação da taxa interna de juros, qualquer que seja a razão, acabará sendo percebida como um aumento no risco-país e não o contrário. Dessa forma, ironicamente, países que praticam taxas de juros baixas acabam sendo

percebidos como tendo risco-país baixo, ainda que seus fundamentos sejam piores que de um outro país com taxas de juros elevadas. Esse é o caso do Brasil, que acaba sendo percebido como tendo risco-país elevado. “ (Bresser-Pereira e Nakano, 2002: 167-168)

Os autores ilustram o argumento indagando que países que praticam taxas de juros elevadas, devem mesmo ser países arriscados.

### **III.4 - Incerteza Jurisdicional**

Bacha (2005) apresenta o termo “incerteza jurisdicional” para explicar o motivo pelo qual o mercado financeiro brasileiro de longo prazo é pequeno. Segundo o autor, agentes privados teriam resistência em fazer aplicações de longo prazo sujeitos à jurisdição brasileira, ou seja, haveria uma incerteza e um risco inerente associados às instituições e jurisdições brasileiras. Argumenta-se ainda que fatos históricos endossam a tese, como: congelamento dos preços, quebras de contrato, impunidade jurídica, manipulação de indexadores, etc. “A incerteza jurisdicional reflete um viés anti-credor não precificável...” (Bacha, 2005: 1)

Ao refletir sobre a impossibilidade de um mercado de longo termo amadurecer em um ambiente de prática de altas taxas de curto prazo, o autor argumenta que esse questionamento conduz à solução dos dois problemas via baixa da taxa de curto prazo, seja por um caminho natural das práticas conservadoras de política macroeconômica, ou via ação do BCB. Entretanto, essa solução não se aplicaria ao caso Brasileiro, justamente por ser objeto de incerteza jurisdicional.

Segundo o autor:

“O que causa a relutância de se emprestar longo é o mesmo fator que requer juros altos para se emprestar curto: a incerteza sobre a estabilidade e a segurança do contrato financeiro firmado sob jurisdição brasileira.” (Bacha, 2005: 2)

Logo, surge a dúvida: por que o Brasil manteria os juros tão altos, se em outros países cuja incerteza jurisdicional está presente, as taxas praticadas são bem menores?

Segundo os autores, o fator predominante, seria a particularidade do Brasil ter desenvolvido um mercado financeiro de curto prazo com liquidação em moeda nacional, fato este que inexistente em outros lugares, como, por exemplo, o Peru, no qual as negociações são feitas diretamente em dólar. A especificidade brasileira seria fruto da

“cláusula de ouro” (1933, proibia a circulação interna do dólar) e da correção monetária. A dolarização seria um caminho “natural” para as economias com grandes incertezas jurisdicionais, uma vez que dessa maneira haveria pouca margem para a taxa de juros doméstica se afastar da taxa de juros em dólar.

Assim sendo, apresentam-se pontos de melhoria para que o Brasil reduza sua incerteza jurisdicional e, portanto sua taxa básica de juros. Dentre estes, destacam-se o reforço na percepção de uma BCB independente, a dolarização, o abando da cláusula de ouro e a estabilidade de preços.

### **III.5 - Concepção Fiscalista**

Esta tese se fundamenta na concepção de que a Selic deveria se manter elevada para estimular o investidor a carregar títulos da dívida pública brasileira. Uma vez que existe a grande necessidade de financiamento do déficit público, e, o perfil da dívida é ruim, o BCB não poderia reduzir os juros para não afetar a demanda por títulos.

Vale ressaltar que segundo esta tese, o nível de juros se manteria alto e inalterado, a despeito dos movimentos dos preços.

Giambaigi (2002) defende a austeridade fiscal e a reforma tributária, que em consequência, terão efeitos no sentido da diminuição da relação dívida pública/PIB, permitindo assim a redução da taxa de juros.

Delfim Netto (2005) propõe contínuos superávits fiscais de maneira a zerar o déficit nominal brasileiro, a fim de demonstrar credibilidade internacional e equilíbrio nas contas públicas. Condição esta necessária para uma redução no nível de juros, uma vez que a valorização cambial do Real vinha sendo utilizada com medida de controle inflacionário. Este argumento ficou conhecido pelo nome do próprio artigo no qual foi proposto: *Déficit Nominal Zero*.

Oreiro e Paula (2010) reforçam que o Brasil é o único país onde o mercado monetário e o mercado da dívida pública são fortemente ligados, pela existência das LTFs representantes de 40% da dívida mobiliária federal e que o BCB não dispõe de

múltiplas taxas de juros, para financiamento do déficit público e para as operações interbancárias

“Nesse contexto, a fragilidade das contas públicas brasileiras acaba por fazer com que a taxa de juros requerida pelo mercado para a rolagem da dívida pública seja ‘excessivamente alta’.” Oureiro e Paula, 2010: 2)

Pires (2007) analisa a proposta de *Déficit Nominal Zero*, a partir de modelos de Política Monetária (Regra de Taylor Modificada) e de fundos de empréstimo (Hoelscher 1986). O autor conclui que, embora o esforço fiscal crie condições para uma redução na taxa de juros, este não é a solução definitiva para a problemática. Nas palavras do autor:

“Com efeito, as evidências empíricas mostraram, nos dois modelos, que o maior esforço fiscal gera condições para a redução da taxa de juros de equilíbrio. Entretanto, isso não significa que esta redução acontecerá no curto ou médio prazo, pois, neste caso, o esforço fiscal elevado cria condições ao Banco Central de perseguir seus objetivos com maior liberdade..” (Pires, 2007: 662)

Outra apresentação desta tese se dá por meio da já exaustivamente difundida pela mídia concepção de que o problema dos juros elevados se dá em função da falta de sincronismo entre as políticas fiscal e monetária. O argumento é que a política fiscal é demasiadamente expansionista, causando pressões inflacionárias que devem ser contidas pela política monetária, via juros elevados, cumprindo o compromisso de estabilidade de preços.

Cabe ressaltar que as tese fiscalista, seja pela ótica da necessidade de financiamento do déficit ou pela falta de coordenação das políticas monetária e fiscal, implica que mesmo que os demais problemas que comprometem eficácia da política monetária sejam corrigidos, os juros continuarão elevados. Nesse sentido, é importante frisar que parte-se do pressuposto ortodoxo de que a inflação é essencialmente um problema fiscal.



## CONCLUSÃO

É notório que o problema da taxa de juros no Brasil mescla sintomas derivados de naturezas distintas, dentre as quais se destacam os fatores econômicos, institucionais e políticos. A análise das cinco teses apresentadas resulta na percepção de que, apesar dos argumentos diversos, há a nítida distinção entre ortodoxos e heterodoxos. Como não haveria de ser diferente, o embate teórico que suporta a discussão entorno da melhor forma de conduzir a Política Monetária, denota a dualidade entre os princípios básicos defendidos por cada um dos lados, como apresentado no Capítulo I.

As teses da Ineficácia da PM, do equilíbrio múltiplo e da convenção pró-conservadorismo podem ser agrupadas como aquelas que representam a heterodoxia, ao propor distintos tratamentos para o problema inflacionário. Os argumentos listados nessas teses implicam na alteração da forma de condução da PM, seja pela percepção de que há distorções no âmbito econômico que interferem na eficácia dos instrumentos de controle, ou pela constatação de há fatores de origem política, os quais são refletidos em ganhos ou perdas para distintos setores da sociedade.

Do lado ortodoxo, as teses fiscalistas e da incerteza jurisdicional compõe o quadro daqueles que julgam a alta taxa de juros brasileira como um fator inerente as condições do país. Cabe ressaltar que estas teses não propõe ruptura com o atual modelo de condução da PM.

Assim, a problemática brasileira reflete o embate teórico que polariza as opiniões. De um lado, a corrente ortodoxa defende a manutenção do atual modelo, uma vez que se baseia nos pressupostos de taxa natural de desemprego, a neutralidade da moeda e na hipótese dos mercados eficientes. Do outro lado, posicionam-se os argumentos em prol da mudança de postura na condução da PM, reflexo da compreensão heterodoxa, cujos alicerces se baseiam na hipótese de mercados imperfeitos, na não neutralidade da moeda e no princípio da demanda efetiva.

De fato, apesar de todos os autores apresentarem os motivos que julgam ser determinantes para o elevado patamar de juros no país, ressalva-se que somente aquelas teses inseridas no contexto heterodoxo propõe mudanças sensíveis na condução da PM. Do lado ortodoxo, prevalece o entendimento de que o elevado patamar dos juros no

Brasil é *natural*, inerente ao país, e que, a medida de sua redução se faria sentir na proporção dos ajustes fiscais.

Sem dúvida, é de especial importância a solução do descompasso entre a manutenção da taxa de juros em patamar excessivamente elevado a despeito da incapacidade do BCB em de manter o nível de inflação abaixo de 5% a.a.. Tal constatação é um forte indício de que há falhas no mecanismo de transmissão da PM.

Este tese chama especial atenção, uma vez que apresenta distintos fatores para a não eficácia dos canais de transmissão dos juros para os preços. Ressalta-se a urgência em tratar as distorções geradas pelos preços administrados, que compõe cerca de 30% do IPCA e não sofrem influência direta da Selic. Dessa maneira, exige-se uma Selic muito alta para um efeito pequeno no nível geral de preços. A contenção dos preços livres deve ser superior ao que seria necessária se todos os preços fossem livres, para compensar as variações nos preços administrados.

Ademais, a existência das LFT gera evidente falta de coordenação entre o BCB e o TN, uma vez que a taxa de juros é utilizada como instrumento de política monetária e como referência para o financiamento da dívida pública. Agravante é a proporção das LFT na composição da dívida mobiliária federal, a aproximadamente 40% do total. Há ainda o efeito denominado *efeito riqueza as avessa*, pelo qual as variações na taxa de juros, podem gerar um incremento de renda aos detentores de LFT, que por sua vez geram pressões inflacionárias.

As falhas nos mecanismos de transmissão da PM impõe que os efeitos do desaquecimento da economia, em função da elevação dos juros não se transmitem integralmente ao nível de preços. Ou seja, a redução da inflação é muito inferior à queda necessária da atividade econômica.

A proposição da multiplicidade de objetivos atribuídos a taxa de juros, converge para a necessidade de liberar o instrumento de PM para seu fim específico, que é o controle inflacionário. A tentativa de satisfazer objetivos distintos e por vezes conflituosos acaba por reduzir a eficácia da PM, ao passo que o ajuste em uma das variáveis implica em uma nova rodada de aumento nos juros para ajustes nas variáveis não contempladas.

Estas duas teses refletem um quadro macroeconômico no qual é necessário buscar alternativas a atual condução da PM, nesse aspecto, confirma-se a designação de ambas como representantes da postura heterodoxa.

No campo da economia política, a contribuição no que tange notar a existência de uma *convenção pró conservadorismo* se dá na medida em que se compreende a existência de ganhadores e perdedores oriundos dos efeitos da PM. De fato, parece haver uma convergência de interesses em prol da manutenção da SELIC elevada e do real sobrevalorizado, o que ocasiona uma resistência na adoção de medidas alternativas para o combate inflacionário. Ademais, há fortes indícios da adoção burocrática, por parte do BCB, de uma *regra de suavização* em descompasso com a realidade brasileira, além da possível aceitação de que há um patamar mínimo elevado, dito natural, da taxa de juros.

Soma-se, portanto, a tese da convenção pró conservadorismo as outras duas de caráter macroeconômico, que sinalizam a necessidade de reformulação da PM, no âmbito das ideias heterodoxas.

As teses que versam sobre o ajuste fiscal e o risco associado à jurisdição brasileira se limitam a sustentar o RMMI como a melhor opção para o controle inflacionário e preconizam que sucessivos e expressivos ajustes fiscais seriam condição suficiente para a baixa na taxa de juros. Ora, a aceitação de que o problema dos juros no Brasil é uma questão meramente fiscal, implica em desconsiderar os múltiplos fatores decorrentes da atual condução da PM, evidentes no sacrifício imposto em termos do baixo crescimento do PIB, deterioração das contas externas e aumento da dívida pública.

O diagnóstico de que a sociedade brasileira sofre severos efeitos negativos decorrentes da taxa de sacrifício imposta pela prática de juros elevados, motiva urgentes mudanças na condução da PM.

Isto posto, o grande desafio da economia brasileira é superar a última etapa do processo de estabilização iniciado no Plano Real: a consolidação de uma taxa de juros que permita alcançar níveis satisfatórios de desenvolvimento e crescimento econômico em um ambiente de estabilidade.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ARAÚJO, E. e MODENESI, A.M., “Custos e Benefícios do Controle Inflacionário no Brasil (2000-2008): uma análise empírica do mecanismo de transmissão da política monetária com base em um modelo VAR”. *XXVIII Encontro Nacional de Economia* (ANPEC). Salvador, dezembro. 2010.

ARESTIS, P., PAULA, L. F. R., FERRARI FILHO, F. “A nova política monetária: uma análise do regime de metas de inflação no Brasil”. *Economia e Sociedade* vol.18, n.1, pp. 1-30 , 2009.

ARIDA, P., “Mecanismos compulsórios e mercado de capitais: propostas de política econômica”. In: Edmar Lisboa Bacha e Luiz Chrysostomo de Oliveira Filho, *Mercado de capitais e crescimento econômico lições internacionais, desafios brasileiros*. Rio de Janeiro: Contra Capa. 2005.

BACHA, E., “O fisco e a inflação: uma interpretação do caso brasileiro”. *Revista de Economia Política*, v14(1), 1994.

\_\_\_\_\_. “Plano Real: uma avaliação preliminar”. *Revista do BNDES*, n3, junho, 1995

\_\_\_\_\_. “Incerteza jurisdicional e crédito de longo prazo”. In: Edmar Lisboa Bacha e Luiz Chrysostomo de Oliveira Filho, *Mercado de capitais e crescimento econômico lições internacionais, desafios brasileiros*. Rio de Janeiro: Contra Capa. 2005

BARBOSA, F. H., “The contagion effect of public debt on monetary policy: the Brazilian experience”. *Revista de Economia Política*, v. 26 (2), pp. 231-8. 2006.

BRESSER-PEREIRA, L. C. e NAKANO, Y., “Uma Estratégia de Desenvolvimento com Estabilidade”. *Revista de Economia Política*, v. 22, n. 3, pp. 146-180, jul./set. 2002.

CARVALHO, F. J. C., “Uma contribuição ao debate em torno da eficácia da política monetária e algumas implicações para o caso do Brasil”. *Revista de Economia Política*, vol.25 (4), 2005

\_\_\_\_\_. et al. “Economia Monetária e Financeira: teoria e política” . Rio de Janeiro: Elsevier, 2007

DELFIN NETTO, A. “Déficit Nominal Zero”. *Economia & Tecnologia*, Ano 01, Vol. 02. 2005.

ERBER, F., “Development projects and growth under finance domination – the case of Brazil during the Lula years (2003-2007)”. *Revue Tiers Monde*, 194. 2008.

\_\_\_\_\_. “As convenções de desenvolvimento no Brasil: um ensaio de economia política”. *Revista de Economia Política*, vol. 31(1), pp. 31-55. 2011.

FIGUEIREDO, F.M.R. e FERREIRA, T.P., “Os preços administrados e a inflação no Brasil”. *Trabalhos para Discussão*, 59, Banco Central do Brasil. 2002.

FRIEDMAN, M., “The quantity theory of money – a restatement. In FRIEDMAN, M. (ed.). *Studies in the quantity theory of money*. Chicago, Chicago University Press, 1956.

GIAMBIAGI, F. “Um cenário normativo para a economia brasileira com reforma tributária e controle do gasto público”. *Texto para Discussão*, 92, BNDES. 2002.

\_\_\_\_\_. “Brasil, raízes do atraso: paternalismo x produtividade”. Rio de Janeiro: Elsevier. 2007.

\_\_\_\_\_. et al. (Orgs.) “Economia Brasileira Contemporânea”, Rio de Janeiro: Editora Campus, 2011.

KALECKI, M., “Teoria da Dinâmica Econômica”. In: P. Singer (org) *Keynes / Kalecki*. Coleção Os Pensadores. São Paulo. Abril Cultural. 1978.

KEYNES, J.M. , *The General Theory of Employment, Interest and Money*. London: Macmillan. 1936.

\_\_\_\_\_., “The general theory of employment”. *The quarterly Journal of Economics*, vol. 51 (2), pp.209-23. 1937

LUCAS, R. R., “Expectations and the neutrality of money”. *Journal of Economics Review*, abril, p.103-24, 1972.

MARQUES, A. M. e FOCHEZATTO, A., “Importância do canal do custo na transmissão dos efeitos da taxa de juros sobre os preços na economia brasileira, 1994-2005”. *XI Encontro Nacional de Economia Política*. Vitória (ES). 2006.

MODENESI, A. M., “Regimes Monetários: Teoria e a Experiência do Real”. Barueri: Manole. 2005a.

\_\_\_\_\_. “Preços administrados comprometem crescimento”. *Valor Econômico*, 05/09, p. A-10. 2005b

\_\_\_\_\_. “Conservadorismo e Rigidez na Política Monetária: uma estimativa da função de reação do BCB (2000-2007)”. *Revista de Economia Política*, v. 31, (3) [no prelo]. 2007.

\_\_\_\_\_. “Política Monetária no Brasil pós Plano Real (1995 – 2008): um breve retrospecto” *Economia & tecnologia*, v21, 2010.

\_\_\_\_\_. “Conservadorismo e Rigidez na Política Monetária: uma estimativa da função de reação do BCB (2000-2007)”. *Revista de Economia Política*, v. 31 (3), 2011.

MODENESI, A. M. e MODENESI, R. L.. “Quinze Anos de Rigidez Monetária no Brasil pós Plano Real: uma agenda de pesquisa”. *Revista de Economia Política* 2011

NAKANO, Y. (2005). “O regime monetário, a dívida pública e a alta taxa de juros”. *Conjuntura Econômica*, pp. 10-2, nov. 2005.

\_\_\_\_\_. “Antes que os populistas tomem conta”. *Valor Econômico*, 17/01. 2006.

\_\_\_\_\_. “Aprimorar para reduzir a meta”. *Valor Econômico*, 11/01, p. A-11. 2011.

OREIRO, J.L. e PAULA, L.F. de., “Por que a taxa de juros é tão alta?” *Valor Econômico*, p. A-17, 05/out. 2010.

PHILLIPS, A. W. “The relation between unemployment and the rate of change of money wage rates in United Kingdom, 1861 – 1957”. *Economica*, v.25 novembro, p.283-99, 1958.

PIRES, M.C.C. “Uma análise da proposta de déficit nominal zero”. *Revista de Economia Política*, vol. 27 (4), pp. 651-63. 2007.

SARGENT, T. & Wallace, N., “Rational expectations and the theory of economic policy”. In: LUCAS, R & SARGENT, T. (eds). *Rational expectations and econometric practice*. Mineápolis, The University of Minnesota Press, 1981.

SOUZA, E.B.M. de., “Por que a inflação não cai mais rápido?”. *Valor Econômico*, p. A-13. 2011.